全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



WILEY

秃鹫投资

重组股如何以低得惊人的风险获得高得惊人的回报

中资经典·打造最具价值的金融投资圣经

一本书详解投资重组股、问题证券、不良资产的获利之道

中资证券
价值挖掘
经典作品

The Art of Vulture Investing

[美] 乔治·舒尔茨（George Schultze）
[美] 简奈特·刘易丝（Janet Lewis）◎著
何正云 张晓雷 ◎译

秃鹫是贪婪的，也是尽责的；
在股市逐利的道路上，每一位投资者都应该如此！

全国百佳图书出版单位
时代出版传媒股份有限公司
安徽人民出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

秃鹫投资

重组股如何以低得惊人的风险获得高得惊人的回报

[美]乔治·舒尔茨（George Schultze）
[美]简奈特·刘易丝（Janet Lewis）◎著
何正云 张晓雷 ◎译

全国百佳图书出版单位
时代出版
时代出版传媒股份有限公司
安徽人民出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图字：12161612 号

作品名：秃鹫投资——重组股如何以低得惊人的风险获得高得惊人的回报

The art of vulture investing：Adventures in distressed securities management
by George Schultze and Janet lewis
Copyright © George Schultze and Janet lewis 2012
Simplified Chinese edtion copyright © 2016 by **Grand China Publishing House**
Authorized translation from the English edition,publish by John wiley & Sons.
This edition arranged with John Wlley & Sons International Rights, Inc., Hoboken, New Jersey.
This translation published under license.
All rights reserved.

No part of this book may be used or reproduced in any manner whatever without written permission except in the case of brief quotations embodied in criticals or reviews.
Copies of this book sold without a Wiley sticker on the cover are unanthorized and illegal.

图书在版编目（CIP）数据

秃鹫投资——重组股如何以低得惊人的风险获得高得惊人的回报 / (美) 舒尔茨，(美) 刘易丝著；何正云，张晓雷译. —合肥：安徽人民出版社，2016.5

ISBN 978-7-212-04563-0

Ⅰ. ①秃… Ⅱ. ①舒… ②刘… ③何… ④张… Ⅲ. ①金融投资－研究 Ⅳ. ① F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 093952 号

本书中文简体字版通过 **Grand China Publishing House（中资出版社）**授权安徽人民出版社在中国大陆地区出版并独家发行。未经出版者书面许可，本书的任何部分不得以任何方式抄袭、节录或翻印。

TUJIU TOUZI

秃鹫投资

CHONGZUGU RUHE YI DI DE JINGREN DE FENGXIAN HUODE GAO DE JINGREN DE HUIBAO

重组股如何以低得惊人的风险获得高得惊人的回报

（美）乔治 • 舒尔茨，简奈特 • 刘易丝　著
何正云，张晓雷　译

出 版 人：朱寒冬
策　　划：中资海派
执行策划：黄　河　桂　林
责任编辑：任　济　王大丽
特约编辑：蔡文枫　乔明邦
版式设计：王　雪
封面设计：刘　榴

出版发行：时代出版传媒股份有限公司　http://www.press-mart.com
安徽人民出版社　http://www.ahpeople.com
地　　址：合肥市政务文化新区翡翠路 1118 号出版传媒广场八楼
邮　　编：230071
营销电话：0551-63533258　0551-63533292（传真）
印　　制：深圳市福圣印刷有限公司

开　　本：787 × 1092　1/16　**印　　张**：16　**字　　数**：192 千
版　　次：2016 年 6 月第 1 版　2016 年 6 月第 1 次印刷
书　　号：ISBN 978-7-212-04563-0
定　　价：42.00 元

如发现印装质量问题，影响阅读，请与印刷厂商联系调换。

版权所有，侵权必究

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为精英阅读而努力

财智赢家

114



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“iHappy投资者”系列图书项目介绍

深圳市中资海派文化传播有限公司

倾力打造《世界经管学术经典文库》正式面市

《世界经管学术经典文库》从“iHappy 投资者”系列图书拉开大幕。

深圳市中资海派文化传播有限公司与约翰·威立国际出版公司（John Wiley & Sons, Inc ）、彭博财经出版社（Bloomberg Press）展开了广泛而深入的合作。约翰·威立国际出版公司不仅是全球历史最悠久、最知名的学术出版商之一，更是世界第一大独立协会出版商和第三大学术期刊出版商。彭博财经出版社立足于全球最大的财经资讯提供商彭博资讯，针对专业投资人士。

第一阶段，中资海派与约翰·威立社旗下的 Little Book 系列进行了独家战略合作，推出了一系列深受读者喜爱的经典作品。作为中资海派“iHappy 投资者”系列的主打书目，“Little Book”财智赢家经典投资系列品牌图书不仅涵盖了“理论结合实践”的投资策略，更结合欧美投资大师的经典投资理论，突出了未来投资趋势等主题。系列书中的每本书都从不同角度解读了投资获利的奥秘，是读者及广大投资者的投资理财的指引明灯。该系列书的作者大都为金融投资界享誉盛名的大师级人物，包括“成长股价值投资之父”菲利普·费雪、“指数基金之父”约翰·博格、“华尔街最知名的股票预测者之一”肯·费雪等。

第二阶段，中资海派与约翰·威立国际出版公司的合作全面升级，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以 Wiley Trading 系列和 Wiley FINANCE 系列作为核心产品线。在前一阶段的基础上，本阶段更加注重实战性、专业性。作品包括华尔街最赚钱的自营交易公司 SMB 资本创始人迈克·贝拉菲奥雷（Mike Bellafiore）的《优势策略交易》（*One Good Trade*）；从业长达 36 年的资深交易员戴维·H. 魏斯（David H. Weis）的《找准下一个买卖点》（*Trades About to Happen*）以及舒尔策资产管理有限公司的创始人乔治·舒尔策的《秃鹫投资》（*The Art of Vulture Investing*）等权威作品。

第三阶段，中资海派将联手约翰·威立国际出版公司和彭博财经出版社协力打造彭博金融系列（Bloomberg Financial Series）。本阶段不仅涵盖艾略特波浪理论、蜡烛图等技术分析与图表解读，更有期权、产权市场等全球前沿的实战权威著作。

中资海派已引进和已出版该系列中的图书有：

“成长股价值投资之父”菲利普·费雪（Philips A.Fisher）的《费雪论成长股获利》（*Paths to Wealth though Common Stocks*）；

深谙“投资中的人性”的顶级财经作家贾森·茨威格（Jason Zweig）所著的《格雷厄姆的理性投资学》（*Your Money and Your Brain*）；

先锋集团（Vanguard Group）创始人约翰·博格（John Bogle）的《投资稳赚》（*The Little Book of Common Sense Investing*）；

美国晨星公司的证券研究部主管帕特·多尔西（Pat Dorsey）所著的《寻找投资护城河》（*The Little Book That Builds Wealth*）；

价值投资之父格雷厄姆真传弟子克里斯托弗·布朗（Christopher Browne）所著的《价值投资》（*The Little Book of Value Investing*）；

股神巴菲特的嫡传弟子，自 1980 年以来一直从事金融分析和投资通讯编辑的路易斯·纳维里尔（Louis Navellier）的畅销书《巴菲特的选股真经》（*The Little Book That Makes You Rich*）；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

《驾驭股市周期》（*The Little Book of Stock Market Cycles*）的作者，《股票交易者年鉴》主编杰弗里·A. 赫希（JeffreyA. Hirsch）将教你如何利用股市周期赚钱；

《牛眼投资》（*The Little Book of Bull's Eye Investing*）作者，《纽约时报》畅销书作家约翰·莫尔丁（John Mauldin）教你在动荡的市场中寻找价值，攫取绝对收益和控制风险；

《趋势交易》（*The Little Book of Trading*）作者，交易大师迈克尔·W. 卡沃尔（Michael W. Covel）为你揭开藏于幕后的14位顶尖交易员的获利故事；

《巴菲特资产配置法》（*The Little Book that still Saves Your Assets*）作者，摩根士丹利创始人戴维·M. 达斯特（David M.Darst）教你巴菲特资产配置的艺术；

《100倍超级强势股》（*Insider Buy Superstocks*）作者，互联网泡沫破灭后个人投资第一人杰西·C. 斯泰恩（Jesse C. Stine）教你直击超级强势股；

《猎杀暴涨黑马》（*The Little Book of Big Profits from Small Stocks*）作者，“华尔街女皇”希拉里·克拉玛（Hilary Kramer）教你寻找暴涨型低价股；

《股市获利11堂必修课》（*The Little Book of Stocks Market Profits*）作者，投资组合经理米奇·扎克斯（Mitch Zacks）教你战胜市场的11个策略等。

中资海派已引进和即将出版该系列的图书有：

Visual Guide to Elliott Wave Trading

Visual Guide to Candlestick Charting

Visual Guide to Chart Patterns

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Visual Guide to Options

Visual Guide to ETFs

Visual Guide to Municipal Bonds

Equity Market and Portfolio Analysis

另外，“财智赢家”书系还收录了众多长销经典投资著作：

“成长股价值投资之父”肯·费雪（Ken Fisher）的《暴利不会忘记，但你却忘记了》[*Markets Never Forget(but people do)*] 和《下一个暴富点》（*Markets Never Forget*）；

欧洲证券教父大投机家安德烈·科斯托拉尼（Andre Kostolany）的《股市神猎手》（*Kostolanys Wunderland von Geld undBörse. Wissen, was die Börse bewegt*）和《一个大投机家的告白》（*Kostolanys Börsenpsychologie*）；

著名投资公司总裁乔治·舒尔策（George Schultze）的《秃鹫投资》（*The Art of Vulture Investing*）；

投资组合创始人李·芒森（Lee Munson）的《打败操盘手》（*Rigged Money*）；

美国投资市场的“亚当·斯密”亚当·史密斯（AdamSmith）所著《金钱游戏》（*The Money Game*）。

除了“财智赢家”外，“iHappy 投资者”还推出以下书系：

Smart 智富

该书系主要收录诸多全球投资新秀的最新投资理念图书，对国内的投资者极具借鉴和指导意义。另外，本书系还将带你漫步金融史和投资史，为你找到隐藏在股市起伏与经济荣衰中的密码。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

百万富翁教室

该书系主要为都市白领阶层提供理财书籍，内容简单实用，风格平易近人。如果灵活运用书中的方法并持之以恒，即使你目前收入不高，终有一天也能跻身百万富翁的行列。

凯恩斯口袋

该书系聚焦国内外经济大环境，紧跟政治经济发展趋势，收录各路名家的经典理论和通俗实用的佳作。你不仅可以从这些书中了解整体政治经济环境，更能从中找到投资机会，在享受阅读乐趣的同时轻松赚钱。

以上三大书系已出版和即将出版的图书有：

迈克尔·莫布森（Michael J. Mauboussin）的《反直觉投资》（*More Than You Know*）；

史蒂芬·列维特和史蒂芬·都伯纳 (Steven D. Levittand Stephen J. Dubner) 的《魔鬼经济学》（*Freakonomics*）；

安德鲁·利 (Andrew Leigh) 的《魔鬼经济学 2》（*The Economics of Just About Everything*）；

达蒙·维克斯（Damon Vickers）的《不懂美元，还敢谈经济》（*The Day After the Dollar Crashes*）；

乔治·马格努斯（George Magnus）的《谁搅动了世界》（*Uprising*）；

安德鲁·哈勒姆（Andrew Hallam）的《拿工薪，三十几岁你也能赚到 600 万》（*Millionaire Teacher*）；

韩国理财师高敬镐的《上班赚小钱，四本存折赚大钱》；

戴维·沃尔曼（David Wolman）的《无现金时代的经济学》（*The End of Money*）；

罗伯特·H. 弗兰克（Robert H. Frank）的《达尔文经济学》（*The Darwin Economy*）；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

肯尼斯·波斯纳（Kenneth A. Posner）的《围捕黑天鹅》（*Stalking the Black Swan*）；

桑迪·弗兰克斯(Sandy Franks)和萨拉·农纳利(Sara Nannally)的《野蛮人的猎金术》（*Barbarians of Wealth* ）；

盖·罗森（Guy Lawson）的《章鱼阴谋》（*Octopus*）；

兰迪·盖奇（Randy Gage）的《白手创业亿万富翁的财商笔记》（*Risky Is the New Safe*）；

克丽丝特尔·佩因（Crystal Paine）的《有钱人穷的时候都在做什么》（*The Money Saving Mom's Budget*）；

罗杰·詹姆斯·汉密尔顿(Roger James Hamilton)的《富定位，穷定位》（*The Millionaire Master Plan*）；

世界银行经济学家查尔斯·肯尼(Charles Kenny)的《理性的繁荣》(*The Upside of Down*)；

IMF中国部前主任埃斯瓦尔·S. 普拉萨德(Eswar S. Prasad)的《即将爆发的货币战争》（*The Dollar Trap*）。

为了适应市场发展需求，中资海派成立了“iHappy投资者”系列图书专家委员会，诚邀国内相关领域的权威、专业人士，拨冗推荐该系列图书，并在编辑加工图书的过程中提出宝贵意见。

已经加入“iHappy投资者”系列图书专家委员会的成员有（排名不分先后）：

英大证券研究所所长　李大霄

深圳市东方港湾投资管理有限责任公司董事长　但斌

《中国证券报》金牛基金周刊副主编　杨光

《黑化》《财富创始记》作者，财经作家　范卫锋

《新金融观察》报副主编、《新领军者》杂志主编　刘宏伟

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

牛熊交易室创始人、CEO 兼首席研究员　艾经纬

《理财》杂志社社长兼总编　解鹏里

《理财》杂志执行总编　王再峰

“Fortune & You，财富智慧你的魅力与幸福”课程创办者　毛丹平

银河证券首席策略分析师　孙建波

新浪财经博客点击量超 9 亿、首席理财分析师　凯恩斯

和讯网常务副总编辑　王正鹏

价值中国网总裁　林永青

《金融家》杂志总编　徐景权

招银国际资产管理投资董事、中国上市公司市值管理研究中心学术顾问　郑磊博士

深圳久久益资产管理有限公司总经理、上海交通大学高级金融学院职业导师　宋三江

新浪博客点击量第一、“2009 年度最受欢迎财经博客百强”得主、著名股票博客博主　徐小明

上海天钧资产管理合伙人　刘乃达

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

作者介绍 The Art of Vulture Investing

乔治·舒尔茨

舒尔茨资产管理有限公司创始人

他担任公司投资与策略委员会主席：与团队携手，对组合中的所有投资做最终的决策。

舒尔茨先生曾经服务过的董事会和委员会如下：

美国水暖机械有限公司：债券持有人委员会

阿姆斯特朗世界工业公司：债务持有人特别委员会

阿特金斯营养公司：银行贷款人特别委员会

布里德技术有限公司：信托受益人特别委员会

克莱斯勒公司：非问题资产救援项目一级留置权贷款人委员会

柯林斯与艾克曼公司：银行贷款人特别委员会

通用化工集团有限公司：官方债券股东委员会

地平线自然资源有限公司：破产申请前高级贷款人委员会

州际糕点有限公司：高级贷款人特别委员会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

州际糕点有限公司：贸易申索特别委员会

大自然有限公司：有担保贷款人特别委员会

法布里坎父子有限公司：银行贷款人委员会

动力水暖 GP 有限公司：董事会

热带博彩娱乐奥普科公司：有担保的贷款人指导委员会

推特家庭娱乐集团有限公司：申请破产后债权人委员会

新推特有限公司：董事会

天来公司：前官方债券持有人委员会

联合航空公司：地方债券持有人特别委员会（肯尼迪设施）

美国天伯伦公司：债券持有人特别委员会

华盛顿国际集团：第七等级申索持有人特别委员会

稳耐控股有限公司：董事会审计委员会

稳耐控股有限公司：二级留置权银行债券委员会

舒尔茨先生目前供职于下列董事会和委员会：

法布里坎存货有限公司：被选入董事会，2007 年 7 月 20 日

法布里坎应收款有限公司：被选入董事会，2007 年 7 月 20 日

对冲基金协会（HFA）：被选入理事会，2012 年 3 月

大自然有限公司清算信托：被选入信托理事会，2008 年 7 月 17 日

菠萝村共管协会有限公司：被选入董事会，2008 年 10 月 15 日

复兴教堂（纽约莱尔）：被选入投资金融委员会

热带博彩娱乐：被选入诉讼信托分会，2009 年 7 月

稳耐控股有限公司：被选入董事会，2007 年 11 月 7 日

白厅珠宝案：被选为法布里坎申索者的总清算官，2008 年 6 月 26 日

人们普遍认为，舒尔茨先生是问题证券和特殊投资方面的专家，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他的意见常常在高调的重组案例中被引用，比如克莱斯勒汽车破产案。他也是行业会议和类似哈佛商学院这样的研究院经常邀请的演讲嘉宾。在创办舒尔茨资产管理有限公司之前，他与M.D.萨斯一起探讨积极主动的问题证券投资方法。在此之前，他分别在信誉合伙基金的基金、梅伊尔布朗与普拉特法律事务所以及美林任职。

舒尔茨先生是哥伦比亚大学商学院的MBA和法学院的法学博士。他创办了哥伦比亚法学院投资俱乐部，并出任《哥伦比亚商法评论》编辑。他还撰写了多篇论文，包括：《环球航空破产重组谈判》、《公司重组中的税务因素和雇员退休收入保障法案的意义》以及《国际银行法》。在哥伦比亚大学期间，他在1995年商学院年度选股大赛上获得了第2名。

舒尔茨先生获得了罗格斯大学的双学士学位，主修经济学和政治学，获得亨利·罗格斯荣誉奖学金。在罗格斯大学期间，他赢得了《华尔街日报》经济学优秀学生奖，在1991年美国电报电话公司年度选股大赛上获得了全国第23名（从超过14 000名选手中脱颖而出）和罗格斯大学第1名。

舒尔茨先生在美国出生、长大，还熟练掌握了德语和西班牙语。

简奈特·刘易丝

作家、编辑和市场营销 / 公共关系顾问

刘易丝具有20多年的工作经历，足迹遍及所有金融领域。她在纽约、伦敦和巴黎为很多出版物写过稿，包括《财富》《银行家》《全球金融》《欧洲》《FX周刊》《交易撮合人》以及《机构投资人》。她做过杂志的驻巴黎记者，稍后在纽约以特约撰稿人的身份涉足银行和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

研究领域。随后，她搬到伦敦，从事过的工作包括《FX 周刊》欧洲编辑、《国际财富管理》,《财经新闻》特稿和副刊编辑。在2004年回到纽约后，刘易丝女士加入了《投资交易者文摘》，担任副主编。2006年，她开始为金融市场营销/公共关系机构和金融服务客户写稿和提供咨询服务，客户包括德意志资产管理公司、奥本海默基金、标准普尔指数以及安永。

刘易丝女士在康奈尔大学获得文学学士学位，主修历史和俄罗斯研究双学位，并在《康奈尔每日太阳报》以记者身份开始了她的写作生涯。她在金融行业大会上做过发言，在路透社电视上出过镜，主持过各种金融话题的圆桌会议讨论。除了杂志和报纸文章，刘易丝女士的作品还包括《外汇市场的未来》,这是一本具有书籍一样长度的公告，由《路透社商业远见》出版。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

权威推荐

斯图尔特·C. 吉尔森教授（Stuart C. Gilson）
哈佛商学院教授
畅销书《通过企业重组创造价值》作者

本书揭示了这个专业且经常被误解的问题证券投资界的精彩内幕。投资者用来创造或者实现问题企业价值的战略和战术，通过一位著名投资人在过去10年间一些最具挑战和争议的重组案中一次又一次遭受打击的亲身经历，栩栩如生地呈现出来。这不是那些内心不够强大的人能做的投资。

查尔斯·E. F. 米拉德（Charles E. F. Millard）
花旗集团养老金关系部主任
养老金收益保障公司前董事

大量的内部数据表明，秃鹫投资者并不是靠残羹剩饭为生，而是重组倒闭的企业。他们更加高效地配置资本，通常保留并且创造出新

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的工作岗位。秃鹫投资本质上并不增加价值；秃鹫投资人喜欢乔治·舒尔茨的做法。

罗恩·S. 格弗纳（Ron S. Geffner）
萨迪斯与高尔德合伙有限公司合伙人

乔治以通俗易懂的风格让读者可以更深入地了解投资问题企业的机会。本书对于那些有意了解如何以认真而诚实的方法解决棘手问题的人来说很值得一读。

格兰特·斯图达特（Grant Stoddart）
美国卓越绩效有限公司 CEO

多年来，乔治·舒尔茨一直对问题证券和价值投资有很多真知灼见。现在，他将自己在这个特殊领域里广泛而完整的经历，以清晰、通俗的方式与大家分享，任何一名对问题证券感兴趣的投资者都可以从《秃鹫投资——重组股如何以低得惊人的风险获得高得惊人的回报》中获益匪浅。

菲尔·史密斯（Phil Smith）
哥伦比亚大学商学院客座教授
私人股权合伙事务所执行总合伙人

我很高兴看到乔治·舒尔茨在多年投资问题证券生涯中的成功。他汲取了很多教训，并且收获了更多经验。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

推荐序

The Art of Vulture Investing

查尔斯·E.F. 米拉德
美国养老金收益保障公司前董事
花旗集团养老金关系部主任

200年以来，资本主义制度创造的财富比之前整个人类历史上所有经济活动的总和还要多、还要大。有效市场所提供的动力、需求、奖惩等机制是资本主义体系中最为关键的组成部分。

资本主义赖以生存的基础，有一部分建立在"创造性破坏"(Creative Destruction)上。这个说法已经了无新意，然而现实情况似乎是，大家只对"创造"津津乐道，没有人愿意提及"破坏"。

乔治·舒尔茨这类投资者被称为"秃鹫投资者"。他们帮助过大量经营困难的企业恢复造血功能，也让许多重组企业从濒危走向繁荣，这可不只是像拣食残羹剩饭那么简单。

舒尔茨的投资策略带有一些破坏性，但这并不是根本问题。

根本问题在于，资本主义制度要求市场有效地把资产配置到生产力最大的活动上。企业家为了谋取利润，创立公司，自然而然地创造了就业机会。企业并非一帆风顺，糟糕的资本配置和经营状况导致"破坏"的产生。为了资本效率的最大化，秃鹫投资者就开始工作了。"尸体"已经倒下，总要有人清理。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有效的资本投入为社会制作了一块更大的蛋糕。对人们来说，因裁员而失业可能是毁灭性的打击。但如果没有秃鹫投资者，大部分经营不善的公司很可能会彻底破产，所有的工作机会也将消失殆尽。

秃鹫投资者进行有效的资本配置，让疾病缠身的公司重新走上健康的轨道，拯救了我们的工作机会，甚至还能创造更多的就业机会。

当经济自由化遇到政府的管制时，个人和群体的自由也会受到限制。2009 年，克莱斯勒汽车公司破产，政府强制执行了不公平的清算，让投资者损失惨重，这明显破坏了经济自由。对于这个案例，本书也进行了深入探讨。乔治·舒尔茨的著作为经济和自由市场的重要意义作出了一次毫不隐晦的宣言。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

重组常态化，秃鹫的万亿盛宴

秃鹫拥有一副放浪的外表，干练的风格，一幅自私、大大咧咧、凶神恶煞的样子，完全就是职业杀手的形象。然而，它其实是一只不喜杀戮的鸟……大自然本应该给它一身铁灰色的外套，这样就一切正常了。因为那会让它看起来像一个殡葬行业的从业者，这跟它的工作性质完全吻合。目前，它理应受到的待遇与真实的现状相比，简直天壤之别。

——马克·吐温 (Mark Twain)

《赤道环游记》(*Following the Equator*)

秃鹫一直遭受着不公正的待遇。它们外形丑陋、叽哇乱叫、欺老凌弱，以那些令人作呕的腐尸为食。表象之外，秃鹫却是保护环境的好动物，它们专门清理那些有毒垃圾。短短几个小时，它们就可以把恶臭腐烂的死尸清理得只剩下一堆干净的白骨。秃鹫用强大的消化系

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

统杀死病菌，因而减少了疾病传播。要是没有它们，这个世界可能会成为恐怖的乱糟糟的“地狱”。

在经济生态系统中，秃鹫投资者专门处理所谓的问题企业证券。某种程度上，他们就是经济领域的“达尔文主义者”：秃鹫投资者买卖倒闭的公司，消化坏账，清理破产后的遗留问题。这种做法或许并不漂亮，但肯定是必要的，还得有人来做。所以，请把我们想象成正在运行中的企业生态系统吧!

一地泡沫中的独孤舞者

从事秃鹫投资 15 年来，我对自己的工作颇感骄傲。在经济繁荣和衰退期间，这种投资方法都能赚钱。尤其在糟糕的经济形势下，坏账更多。所以，过去几年是投资问题企业的好时机。信贷大泡沫（The Great Credit Bubble）和“大崩盘”给我们留下了大量的清理工作，欧元区主权债务危机更是让这样的工作又增加了许多。

信贷周期不是什么新生事物，泡沫之后必定是破产潮，政府降低利率，投入更多信贷和资金试图救市。始于 2000 年互联网泡沫的这个周期，远比大部分时候的情况更加严重。

为了防止通货紧缩，时任美国联邦储备银行主席艾伦·格林斯潘把短期利率降到了创纪录的低位。利率在低位维持如此长的时间，使得世界各地的固定收益投资者开始蠢蠢欲动。他们只有冒更大风险，才能让自己投资基金的收益达到预期水平。

截至 2005 年，固定收益投资者在对收益几近绝望的追寻中，已经变得越来越有创造性。零风险利率一路走低，证券市场开始繁荣起来。新型高风险抵押债券池（The Insurance of New Types of Aggressively

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Risky Mortgage Pools）、杠杆贷款、垃圾债券、金融衍生品，甚至政府债券也都同样风生水起。

其他发达国家也唯格林斯潘马首是瞻。泡沫变成一个巨大危机，大萧条带来不可避免的崩盘。这种情况不仅出现在美国，也出现在整个欧洲大陆和世界其他地方。

每一块“腐肉”都值得细细品味

2008—2009 年，市场对借贷、抵押和衍生品所催生出的巨大泡沫的修正，具有显著的系统性意义，对于秃鹫投资者来说尤其如此。2008 年之前，大部分研究问题证券的专家如果看到 5 ~ 10 个超过 10 亿美元的大规模破产案就会认为，这起码要忙上一年。从那时开始，这种类型破产的规模和频率都急剧上升了。

2008 年，大型公司破产的数量几乎比上一年度翻了一番，所涉及的资产价值飙升了 40%。2006 年，有 66 家破产公司，诉讼保全资产合计 220 亿美元；2007 年，涉及破产的公司有 78 家，资产合计 710 亿美元。2008 年，人们看到了多达 138 家大公司破产，诉讼保全资产累计超过 11 000 亿美元。

雷曼兄弟以 6 000 多亿美元资产成为美国历史上最大规模的破产案，这彻底颠覆了我们规模上的概念，或许可以说空前绝后。在此之前，安然和世通这两家资产不足 1 000 亿美元的公司是破产纪录保持者。

2011—2012 年年初，我们继续看到大规模破产案频现，比如全球曼氏（MF Global）和达力智（Dynegy）。全球曼氏位列历史 10 大破产案之列，它的陨落只是因为董事长乔恩·科尔津在欧洲主权债券价格急剧下跌之前持有了大量头寸。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这次“大屠杀”给有经验的秃鹫投资者提供了很多机会。与之前相比，现在的信贷周期更为常见的情况是，很多不同的行业充斥着无效定价的证券，他们正在以远低于内在基础价值的价格进行交易。

市场和破产也越来越复杂。在一些案件里，衍生品的市场特性、利益纷争，甚至政府干预完全打乱了自然秩序，让清理工作比以往任何时候都更加棘手。

我经历了很多著名的破产案，比如克莱斯勒汽车公司和热带博彩度假公司。在叙述这些经历的过程中，我希望能让你对秃鹫投资有更深入的了解，甚至能够细细品味。我们也许可以把这个过程称为“再生循环”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目录

The Art of Vulture Investing

前　言　重组常态化，秃鹫的万亿盛宴　1

第1章　秃鹫投资者：傲立投资链条最顶端　1

如果想要确定你对一家公司的了解程度是否已经可以作出投资决策了，最好的判断办法就是看你能否把你的想法给一个孩子讲清楚。

从“瓦克赚钱计划”到“瓦克致富基金”　3

秃鹫群里的菜鸟，初尝肉滋味　8

遭遇华尔街“抢跑者”与股权迷宫挑战　9

购买漫威公司的高等级抵押债券　13

市场会告诉我，我做得究竟如何　20

第2章　厘清秃鹫投资的三个基本策略　23

老谋深算的秃鹫投资者在公司正式申请破产之前，如果做空的时机把握得好，而且有极大的耐心等到股票被彻底注销，这种做法带来的收益就是100%。

做空全球星：难以忽略不计的营业收入　27

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

做空达力智："欺诈性"转让重组的末日 31
西北航空：来不及做空股票，就从债券下手 35
做多阿尔戈玛：遭错杀的破产新重组公司 39
做多华盛顿国际：忍受长期躺在垃圾堆里的价格 44

第3章 实施秃鹫投资的四个注意事项 53

关于债转股投资，也许等你真的接到电话的时候，局面或许已经彻底没救了。你必须认真彻底地做好自己的功课，确保从一开始就划定留有好了足够的安全边界。

预留安全边际的"债转股"投资 55
股权内斗升级，重组谈判接二连三破裂 65
热锅上的金融衍生品 69
主动对管理层新的重组计划施加影响 72

第4章 合格秃鹫投资者的内部管理 81

和任何其他投资领域的情况一样，秃鹫投资者每日从组合里剔除亏损的头寸，把稀缺的资源重新投向剩下的有利润的交易里。

投资谈判：阅读和记忆信息最多的人 84
研究报告：收集资讯，建立估值模型 87
交易头寸：主动 vs 被动≤1：4 89
投资决策：术业专攻 & 团队协作 91

第5章 突袭热带博彩，好事多磨的致胜智慧 95

当投资失利时，大部分投资人不仅不愿意止损，反而继续持仓，甚至增加头寸。一直到再也无法对真相熟视无睹的时候，他们又不顾一切地恐慌抛售。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

抵押物缩水和营业执照被否的双重打击　98
“专家”灾难性地榨取重组企业资源　106
防范流动资金新债，辣手夺股权　109
复杂、繁琐和多变的重组谈判　113

第6章 抢夺克莱斯勒，刻骨铭心的亏损　123
金融和政治从来都不是一对好朋友。在2009年的克莱斯勒汽车公司的破产案中，正常的破产程序和法律程序要走完时，奥巴马政府斥巨资干预了正常的公司重组程序。

次级贷款人触发新《破产法》　126
高盛抛售银行债　128
员工医保津贴缺口似“无底深渊”　130
奥巴马的“特工”小组　134
零成本收购克莱斯勒58.5%股权？　140
荒诞破产剧落幕，政府改变商业环境　144

第7章 消化石棉题材，大规模集体诉讼的福音　147
在过去的几十年间，石棉行业的60多家企业全都有在美国申请破产的记录，全部都与大规模集体诉讼有关，其石棉产品给人们带来了疾病和伤害。

佳斯—迈威：重组后盈利能力丝毫不减　150
欧文斯·科宁：做空股票，购买高等级债券　152
USG：惨遭巴菲特注资4亿美元逼空　155
辉门：无担保债券是“香饽饽”　157
刚果莲：旷日持久的重组　159
阿姆斯特朗：税收优惠成了最后一块肥肉　160

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第8章 秃鹫投资的哲学：企业杀手 or 企业救星 165

源于美国的次贷危机和正在持续发酵的欧债危机，即将重组、或者刚刚重组完的企业的数量大大增加。当下，定价失灵的证券比比皆是，假如你有这种资源，不妨自己亲自试试。

简化投资工具，复杂化非流动资产投资 168
市场失灵时，如何谋求超额回报？ 169
积极参与重组委员会的谈判 170
相信市场的力量，批判政府选择性干预 171

附录 I 营业亏损净值结转 175
附录 II 华盛顿国际第七等级持有人申索特别委员会的继续抗辩书 177
附录 III 致华盛顿集团董事会的信 189
附录 IV 股东对温迪克西董事会的控告 193
附录 V 舒尔茨资产管理公司对欧文斯·科宁披露声明的抗辩 215

致 谢 223

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1

秃鹫投资者：傲立投资链条最顶端

如果想要确定你对一家公司的了解程度是否已经可以作出投资决策了，最好的判断办法就是看你能否把你的想法给一个孩子讲清楚。

现在想起来，我或许要反过来付钱给我的老东家M. D. 萨斯，就算为了这些工作经验。秃鹫投资是我正确的职业选择。问题证券投资不仅很好地发挥了我的法律知识和商业头脑，而且给我带来了精神上和经济上的双重回报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我虽并不想美化秃鹫，但无法认同诗人们那种恐怖的诘难。他们把秃鹫描绘为邪恶阴险，嗜血成性……这确实是无可争辩的好诗，但根本就不公平，不符合大自然的悲悯情怀。大自然甚至比诗人们更具诗意。

——菲利普·罗宾森（Phillip Robinson）

"诗人的小鸟"，《大西洋月刊》*(Atlantic Monthly)*，1882 年 6 月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我从小就有商业头脑。我是家里 8 个孩子里最小的一个，我的青春岁月的大部分时间都在挣钱，足迹遍布整个新泽西城郊。无论是在花园里割草、清理道路，还是骑车送报纸，我总是会利用闲暇时光挣点钱，而不是白白地花在看电视、打游戏上。

我的父母离异后，家里的经济状况很拮据。我需要寻求一种方式，让自己继续在富裕的上鞍河地区生活，保持好与同伴的距离，不被拉得太远。十几岁时，我已经轮换过各种各样的工作。在这个过程中，我学到了很多关于商业实践方面的知识。

从“瓦克赚钱计划”到“瓦克致富基金”

高中时，我在当地一家名为艾芙雷纳的男士服装店工作，这是一次具有决定性意义的经历。这家店位于新泽西州和纽约州交界附近的公路商场里，工资是按最低标准 3.25 美元 / 小时结算，这点钱就算在当时也是微不足道的。虽然工作无聊，但我可以亲历零售行业到底有多艰辛，竞争有多惨烈。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一个周末，服装店举办年度促销活动，经理让我把衣物从仓库搬到门店前的一张大桌子上。这项任务花了我几个小时的时间，折叠、摆放一摞摞的男士衬衫和裤子。最后看到自己的成果，我觉得很骄傲。

我下星期回到店里发现，有数百个购物者翻动过整齐的堆码，一片狼藉，但是他们几乎什么东西都没买。我当即确定，零售行业不适合我，也可能不适合我的老板，他每个星期只有一天巡店。跟大部分这种路边商场零售店的命运一样，我相信艾芙雷纳最终只会走向破产，惨死在新崛起的大型零售商场的屠刀之下。这种模式凭借高科技的库存管理和巨大的购买力颠覆了整个行业。

在新泽西州莫瓦市（Mahwah）玛格纳沃克斯（Magnavox）的电子企业的总部，我开始了一份新工作——上夜班的维护工程师，其实就是负责打扫办公室的清洁工。我发现这个工作愉快多了，收入相当不错，每小时 9.15 美元。

我从这份工作中体会到：这类工作虽然名声不好听，但和一份看似令人羡慕的工作相比，薪水更多。与秃鹫投资者的工作一样，清洁工也需要处理被别人遗弃的东西。作为一个生性敏感的青少年，我很在意别人对我的看法。所以，我没有告诉过任何高中同学，包括我的女朋友。

我从打扫办公室的工作中学到一项技能：如何从人们丢弃的垃圾中了解他们。一天工作结束之后，我可以很明显地看出哪些人工作更勤奋，哪些人只是整天闲坐在那里，心安理得地数着股东的钱，用烟头和咖啡杯把废纸篓堆得满满的。那时我年纪还很小，但出于一些原因考量，这种低效能的工作状态还是让我觉得无比沮丧。我急迫地期待某个人能注意到这个问题，然而，我的身份自然不可能把这件事摆到高层管理者的桌子上。希望在以后的生活中，我能找到提意见的机会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我的第三份工作是在宠物寄养所遛狗并冲洗动物笼子。这份工作收入虽然不高，但教会了我一些事情，其中之一就是垄断的价值。由于托朵拉医生的宠物寄养所是上鞍河地区宠物的主人们外出时的唯一选择。尽管寄养所的条件十分糟糕，但他仍然可以开出高价。单调乏味的工作真的让我很讨厌，但同时也给了我大量时间思考未来。

就在那时，我下定决心，一定要找到一种有知识的人才能做的工作，而不是只会一味干体力活。于是，我开始冥思苦想各种挣钱的点子，并竭尽所能进行深入研究。我去上鞍河地区的图书馆，遍览了能到手的所有商业类书籍。我从午夜广告专题节目中订购了很多套类似《如何不用现款购买不动产》《如何通过综合判断赚钱》以及其他有关购买税收留置权和进行多级营销赚钱等标题的书籍。我认真地研读了这些著作，但最后得出的结论是：天下的确没有免费的午餐，几乎也没有任何捷径可走。要成功，你需要投入时间，所以，你得真正爱上自己的工作。

尽管我的哥哥姐姐们对我的各种奇思妙想始终抱着宽容的态度，但很快他们还是开始把这些想法统称为“瓦克赚钱计划”（我的绰号瓦克是中间名字乔基姆的别称）。不过，我笑到了最后。

我在罗格斯大学读本科期间，获得了《华尔街日报》经济学优秀学生奖。在 1991 年美国 AT&T 年度选股大赛中，我获得了全国第 23 名（参与人数为 14 000 人），在罗格斯大学名列第一。我攻读研究生时，父亲和几个哥哥姐姐对我的商业嗅觉已经很有信心，他们把部分资金交给我打理，把这个账户命名为“瓦克致富基金”（Wak Get Rich Fund，简称 WGRF）。这只基金后来成为我跨入秃鹫投资界的跳板。1998 年，我开办了舒尔茨资产管理公司，我还是把 WGRF 这个名字保留了下来，作为大部分业务文件的标题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1992 年，我从罗格斯大学拿到经济学和政治学双学士学位，并成为当年被录取到哥伦比亚大学四年制法学博士 / 工商管理硕士（JD/MBA）课程的 10 名幸运者之一。经商是我的梦想，但我也明白，成为律师会让我更具锋芒。

孩提时代，我的父母经历了一场艰难而漫长的离婚诉讼。我亲眼见证了律师对于诉讼的结果和过程能够施加的巨大影响。我认为这个案子的时间拖得比实际需要要长，律师们把按小时收取的费用最大化了。但从积极的方面看，我父亲常常会提到律师作为顾问在他职业生涯中起到很重大的作用。

父亲是爱克发—吉华集团美国办事处主管。爱克发—吉华是一家德国相片冲印公司，市场份额排第二，紧随柯达。父亲的任务是寻找并购机会，因为爱克发一直想提升其在美国的业务。我的职业生涯走的是截然不同的道路，但从一些方面看，我为寻找投资对象所进行的公司基本面分析与此有类似地方，我从父亲多年练就的商业直觉中获益良多。

尽管我已经为自己和家族的基金账户挣了许多钱，但到哥伦比亚大学读博士还是上上之策，而这一选择又正好为我今后从事秃鹫投资事业提供了最好的训练。从商业的角度说，哥伦比亚大学的课程设置中包括了价值投资理论，最棒的是能邀请到沃伦・巴菲特、吉米・罗杰斯、塞斯・卡拉曼以及马里奥・加贝利这样的嘉宾演讲人。我还有幸结识了很多杰出的同学和朋友，他们中很多人也在投资领域续写着辉煌的人生。

我的法律的教育背景或许显得尤为重要，因为在美国几乎所有破产的公司不是被收购就是被用别的方式拯救，最终都只能面对联邦破产法院宣判重组的结果。无论是资不抵债的企业、不动产，还是证券，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一名成功的秃鹫投资者都必须与律师、法官、金融顾问等处理好关系。法律学位在这时就显得非常关键了。

从常青藤学校拿到 MBA 和法律博士学位，还不足以保证我能在商业上取得成功。一名真正的秃鹫投资者必须热衷于嗅出潜在的猎物，通过找出并利用市场上的各种失灵信息套利赚钱。

在问题证券领域，股权结构内生性问题和法律问题太过复杂，这会让市场失灵情况远超于其他投资领域，也预示着更大的潜在盈利空间。无论公司的基本面如何，很多问题证券持有人都必须按照法律或者合同卖出自己手里的头寸。理性投资者很愿意在公司问题得到妥善解决后购买这些证券。

要找出这些机会，你需要在采取行动之前弄清楚每一项投资，潜心分析公司基本面。对于我来说，发掘盈利机会这种苦差事并不难，只是耗费时间的长短问题。当我埋头于公司投资研究时，时间就这样几小时、几天、几周飞逝。

我经常晚上一回到家，就急不可耐地向妻子和孩子们讲述我那天发现的趣事。**如果想要确定你对一家公司的了解程度是否已经达到可以做出投资决策的程度，最好的判断办法就是看你是否能够把你的想法给一个孩子讲清楚**。要是你无法将你的想法简单明了地提炼出来，很可能你了解的程度还不足以让你做出正确的选择。

你还需要相信自己的能力，有意愿直面市场，不失灵活，还有一点谦逊的态度。顶尖投资者赚的大部分钱都来自于他们所做交易中的极小部分，所以，在那些亏损资产吃掉你的利润和资本金之前，你必须尽早承认错误并及时清除掉这些资产。

去哥伦比亚大学报到的时候，我还不是十分清楚我的职业生涯将向何方发展。在第三个暑假，我开始关注问题资产和特殊事件投资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那个暑假，我把时间分成两部分，分别在美亚博律师事务所和信誉合伙基金公司实习。前者是一家大型、声名卓著的法律事务所，后者是一家小规模的对冲基金公司，投资于不同的秃鹫基金。这两种工作环境的强烈反差，对我后来跨入对冲基金界起到了推波助澜的作用。

在信誉合伙基金公司实习期间，我得以了解不同类型的秃鹫投资。大卫·泰珀拥有一家阿帕鲁萨资产管理公司，这家公司的运作情况让我印象深刻。从某种意义上说，泰珀成了我的偶像。在后来的几年里，我很荣幸地跟着他一起参与了几宗交易。

秃鹫群里的菜鸟，初尝肉滋味

我在秃鹫投资界的首个真正机遇是 1995 年环球航空公司（Trans World Airlines，简称 TWA）的破产，正是这次机会让我找到了在这个投资领域的位置。当时，我在位于纽约第六大道的美林证券私人客户部实习，主要工作就是从电话号码簿查电话，打电话推销证券。我发现这份工作远没有我早前在信誉合伙基金的工作那么令人神往，因而我开始在夜间研究问题公司的披露公告。

环球航空是个棘手的案子，牵涉传奇人物卡尔·伊坎（Carl Icahn），因而就显得更加扑朔迷离。在研究海量的披露公告时，我意识到这种局面的难度和复杂性已经在投资者和参与者中间产生了严重的“交易疲劳”，这就进一步压低了环球航空相关证券的价值。在公开市场上，环球航空债券（TWA Bonds）账面价值远低于票面价值，以 20 美分对应 1 美元的价格进行交易。按照披露公告中的说明，股东很可能从重组中获得更高的回报。所以，我决定冒一次险，动用自己的账户购买一些这家公司的债券。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

作为初入秃鹫投资界的菜鸟，我还不具备任何条件，无法直接参与航空联盟、卡尔·伊坎、数家债权人委员会，甚至还包括养老金收益保障公司（PBGC）之间，持续了数月之久的火药味十足的角力中。在几轮艰难谈判之后，一个非常复杂的解决方案浮出水面。根据这个方案，持有环球航空债券的投资者将会得到一揽子证券，其中包括新发行的股票、新发行的优先股以及史无前例的机票优惠券。持有者可以通过优惠券以极低的折扣价购买未来环球航空的机票。

在通常情况下，公司重组时，债权人都极不情愿得到除了现金、本金或者利息以外的其他任何东西，飞机票就更不用说了。环球航空的债权人根本无法相信，居然有人冒失到提出这样的还债方式，于是他们都一窝蜂向出口涌去。是啊，对于某个人来说是垃圾的东西，却是另外一个人的机会。一家精明且有胆识的秃鹫投资企业，M. D. 萨斯（M. D. Sass）以在面值上打了极大折扣的价格购买了这些无担保债券，随后又以环球航空那些没有兑现的机票优惠券的最大买家身份出现，而且打了折上折。

我的投资也成了一个极好的成功案例。我以 20 美分对应 1 美元（即每 1 000 美元面值的债券只需支付 200 美元）的价格购买的环球航空债券，在交易完成后飙升到 60 美分对应 1 美元，我把得到的优先股和机票优惠券换成了现金。我保留了在重组中获得的新公开上市交易的环球航空的股票。我一直在分析这家新的重组公司的股票，尽可能多地了解这家公司的财务状况和未来发展的信息。

遭遇华尔街“抢跑者”与股权迷宫挑战

一天，正当我乘电梯从美林的办公室下楼的时候，人生的转折点

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出现了。在一个标有 M. D. 萨斯的楼层，电梯门打开了。我正好刚看过有关 M. D. 萨斯在环球航空机票优惠券上的投资，脑子一激灵，我意识到这家公司也在同一幢楼里。就在那一刻，我决定在 M. D. 萨斯找份工作，以便能了解他们参与这次交易的更多情况，或许还可以对环球航空股票的价值跟他们交换一下看法。

我设法得到了一次面试机会，而且面试很顺利，这大部分归功于我们对环球航空这笔交易的共同看法。我拥有出彩的简历，但愿意无偿工作也是原因之一。我一直以来都是靠学生贷款、工作和投资中赚的钱来支付学费，无偿工作是件很痛苦的事情。但对于我来说，以此换取在一家专门处理问题证券的企业工作的这种无比珍贵的经历，还是很划算的。

研究生毕业后，我留在 M. D. 萨斯工作了两年多，此时当然是拿薪水的员工了。现在想起来，我或许应该为能获得在那里工作的机会而反过来付钱给 M. D. 萨斯。就算是为了所获得的这些工作经验，这也是完全值得的。

在 M. D. 萨斯工作期间，我学到的最重要的事情，也许就是知道了华尔街到底有多残酷。作为一名研究问题证券投资可能性的分析人员，我需要对潜在的并购做大量工作，然后给资产组合管理部门的经理吉姆 · 鲁宾提出建议。随后，他会询问几个较大的卖方经纪人，看看这个公司的债券是否有人出售。

通常得到的回答是什么都不卖，至少在我们期待的较低的价位上根本没有人卖，比如 20 美分对应 1 美元。从较小规模的区域性经纪公司收到的每日报价传真上报出的就是大致 20 美分的水平，这让我大惑不解。直到帝杰证券（Donaldson, Lufkin & Jenrette，简称 DLJ）巧合般地开始研究同一家企业，他们试图撮合卖家和买家，获取以交

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

易为基础的佣金。遗憾的是，当帝杰证券工作完成的时候，把结果拿着到处宣扬，使本来就焦虑的持有者在恐慌下纷纷抛出问题债券，并极大地激发起秃鹫投资基金的购买兴趣。

秃鹫投资基金开始拉升价格，使原本按20美分就能买到的1美元债券现在可能值30美分。我并不十分确定，但我怀疑帝杰证券在拉高价格之前抢跑。顶着一级交易商的名头，这家企业可以看到买家和卖家手中所有头寸的流动情况。

我努力战胜市场，发现有吸引力的并购候选者，并汇报给经理。这类事件一次次地重演，我开始意识到，表面上看，华尔街上许多公司都是校友关系，但所有市场参与者都是为了短期利益或长期利益。他们会在你准备享用午餐前，想方设法吃掉它。

我在M. D.萨斯研究的第一笔交易是福麦克斯国际有限公司(Foamex International Inc.，简称FMXI)。这是一家制造用于汽车和家庭装饰的聚氨酯泡沫及其延伸产品的生产企业。除了复杂得不可思议的资本结构之外，它完全没有什么有趣的地方。M.D.萨斯管理层认为，最好把福麦克斯这个项目交给新人，比起那些忙得不可开交的同事，我能够在上面投入更多的时间。

我一头扎进了福麦克斯有限公司的股权“迷宫”里，这方面需要我长时间深入的工作。福麦克斯有限合伙公司（Foamax LP）是正在营运的公司，本质上是福麦克斯有限公司的下属机构，实际上，又不是简单直接的从属关系，公司的企业合伙人都是登记在册的股东。

这些“企业合伙人”包括福麦克斯有限公司（FMXI Inc.）、翠丝泡沫有限公司（Trace Foam Company Inc.）和福麦克斯JPS汽车有限合伙（Foamex JPS Automotive LP，简称FJPS）三家公司。其中，福麦克斯有限公司持有福麦克斯有限合伙公司1%的执行普通合伙人权

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

益；翠丝泡沫有限公司持有1%的非执行普通合伙人权益；FJPS持有98%的有限责任合伙人权益。同时，FMXI和FJPS两家企业又都是由福麦克斯有限公司100%所有的子公司。意思是说，福麦克斯有限合伙公司拥有几家合资子公司。

最顶端的是翠丝国际公司，它才是持有福麦克斯有限公司和另一家上市企业股份的控股公司。这种公司法人和合伙企业结构的设计，帮助了公司董事长马歇尔·科根（Marshall Cogan）避税，并在各个公司层面让自己免于承担任何潜在的责任。类似这样的结构越复杂，管理的难度和成本也就越高，也促使了它的衰败。

20世纪80年代，科根通过从凡士通轮胎—橡胶公司（Firestone Tire & Rubber）手里购买福麦克斯有限公司入行，接着继续购买了其他企业。

最终，福麦克斯有限公司成了北美最大的聚氨酯泡沫及其泡沫产品的生产商和销售商。然而，科根在并购的时候使用了太多的债务融资，导致公司的负债率达到了近乎荒唐的水平。

公司还是多起法律诉讼中的被告，这些在美国各地的联邦法院和州法院立案的原告代表了大约5 000名植入式丰胸的治疗者，还有一起在加拿大的一个省级法院。尽管福麦克斯有限公司并不生产胸部植入物，也没有同意过任何企业使用其产品来生产这些东西，但有些企业却在使用它的聚氨酯泡沫作为外套，生产凝胶胸部植入物。

还有，美国环境保护局已经明确指认福麦克斯为全国13个污染地区的潜在责任方。

与此同时，环保法规的出台也增加了公司的运营成本，与那些在只被看成是普通商业产品的环境里生产经营的国际对手相比，他们没有任何优势。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

综合上述因素，我得出结论：福麦克斯有限公司不是 M. D. 萨斯的好买卖。这个判断被证实是正确的。1999 年 7 月，翠丝国际控股公司申请了破产保护，把福麦克斯有限公司从它的身上剥离了。

购买漫威公司的高等级抵押债券

在 M. D. 萨斯工作期间，我研究过的其他项目包括：传呼公司（阿西无线、都市呼叫、移动媒介、传呼网络）、制衣厂（内衣生产企业梅登福母）、垃圾发电焚化炉（佛罗里达的欧基兰达余热发电厂、伊利诺斯的福特海兹废旧轮胎能源工厂）、不动产（59 Maiden Lane Associates）、墨西哥公路收费机、几家纸浆和造纸企业、多家企业重组案例。最大的亮点是漫威娱乐集团的破产案。

由著名的金融家罗纳德 · 佩雷尔曼（Ronald Perelman）控制的漫威娱乐是当时世界上最大的漫画出版企业，还拥有生产糖果、球星卡和玩具的子公司。

这些子公司包括漫画书和球星交易卡发行公司福斯博（Fleer/Skybox）(100% 股权),Toy Biz 玩具生产公司的经济权益（27% 股权）和表决权（79%），以及一家意大利不干胶贴画生产企业帕尼尼集团（Panini）(100% 股权）。

最顶端的是罗纳德 · 佩雷尔曼的投资工具：麦克安德鲁斯—福布斯控股公司（MacAndrews & Forbes)。这家机构拥有漫威 III 控股公司 100% 的股权，后者拥有漫威母公司 100% 股权，漫威母公司拥有漫威控股公司 100% 股权，漫威控股公司又持有漫威娱乐 50% 股权（已发行的上市股份大约为 1.02 亿股），漫威娱乐下面还有几家营运机构。图 1.1 说明了其上市后的法人结构。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

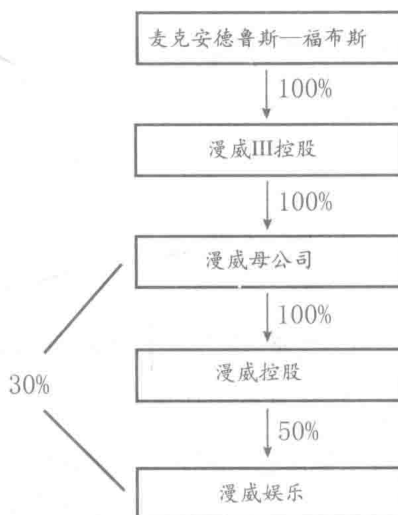


图1.1 漫威公司的法人结构

资料来源：公司公告以及舒尔茨资产管理公司估计

与大部分在破产法院寿终正寝的大企业一样，漫威公司拥有复杂的资本结构，包括很多控股企业、贷款和债券。漫威公司及其子公司Toy Biz都各自发行了公开上市交易的股票。佩雷尔曼掌舵的企业成为一个金融创新的奇迹，这也不足为奇。随着我对漫威公司数据挖掘得更深入，从数据浮现出来的故事也就变得更加有趣，同样也更令人困扰。

我研究漫威娱乐的方式，与我今天在审查一家问题公司时的做法如出一辙：我认真阅读公司的公开文件，包括证券交易委员会（SEC）要求提交的年度报表（10-K）、季度报表（10-Q）以及当期报表（8-K）。然后根据这些资料建立了一个估值模型的电子表格，详细记录公司资本结构、现金头寸以及证券市值。我把得出的资产净值与公司的年度、季度现金流趋势进行比较。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

问题公司的营业收入通常保持不变，甚至会增长，而现金流在下降。现金流一般以未计利息、税收、折旧及摊销前利润，即息税折旧及摊销前利润作为衡量指标。漫威公司也没能避开这种现象。其营业收入稳步攀升，从 1993 年 12 月 31 日的 4.15 亿美元增长到 1997 年 12 月 31 日的 5.53 亿美元。

在此期间，其现金流跌落为负数，从 1993 年的 1.17 亿美元减少到 1997 年的 -7 800 万美元。没有哪家企业能够以负现金流实现长期增长，尤其像漫威公司这样的高负债公司，他们负有按期还债的义务。我继续追溯公司历史至 1989 年，佩雷尔曼买下了它。这个资料查找起来并不容易，那个时期公司的财务公告还没有放在网上，我不得不从一家印刷公司订购以前的 10-K 副本，按页计费，通过邮递或者传真发给我。

我知道佩雷尔曼以 8 250 万美元购得漫威公司并在 3 年后将其上市，赚取 4 000 万美元利润。不久后，漫威公司购买了福利尔（Fleer，福斯博公司的前身。——译者注），而在 1993 年，它用生产漫威公司玩具的授权换取 Toy Biz 将近 50% 的股权。1994—1995 年，漫威公司继续并购了帕尼尼、Skybox 国际等公司。

1993 年和 1994 年债券市场热火朝天，漫威旗下的 3 家一级控股公司都发行债券，这种做法最终演变为仅以漫威公司股票作抵押的 8.94 亿美元的债券，实质上就是一种保证金贷款。随着漫威公司的股价的不断攀升，资产抵押的价值继续增值。所发行的债券包括：漫威 III 控股公司利率为 9.125% 的 1.25 亿美元高级担保票据（Senior Secured Notes），到期日为 1998 年 2 月 15 日；漫威母公司利率为 11.875% 的 2.52 亿美元高等级贴现票据（Senior Discount Notes），到期日为 1998 年 4 月 15 日；漫威控股公司利率为 11.25% 的 5.17 亿美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

元高等级贴现票据（Senior Secured Discount Notes），到期日为1998年4月15日。这种贴现票据的利息支付部分采用累加每期本金的方式，而不是支付现金，从原发行日算起至一定的年份。公司最终申请破产时，这些贴现票据应计本金面值已经变成了7.554亿美元。

这些经营中的公司还承担着很多额外贷款，以基础资产作为抵押，包括应收款、存货和商标。各种贷款包括利率为8.5%经过修改和重新公告的循环信贷协议，协议金额大约为1 500万美元；帕尼尼1.86亿美元的组合式长期贷款和循环贷款；3.5亿美元的美国长期贷款以及1.2亿美元经过修改和重新公告的循环信贷协议。漫威公司的总债务超过了15亿美元。

在浏览这些旧文件的时候，我逐渐意识到，佩雷尔曼把控股公司债券发行的大部分收益，以红利的形式都输送给了麦克安德鲁斯—福布斯控股公司。多年以来，佩雷尔曼以债券持有人的名义付给自己5亿多美元的现金。在他借这些钱的这家企业里，他已经没有了任何原始投资风险。

尽管我十分敬重佩雷尔曼敏锐的商业眼光，但我还是无法相信他如此厚颜无耻的收购手段，也无法理解那些对此坐视不管的债券持有人。问题在于，高收益债券市场上需求大于供给的情况如此严重，以至于不管什么样的产品都能卖得非常好。为了交换到高收益债券，债券持有人心甘情愿地跨入几乎对贷款人没有任何保护的“低门槛”贷款交易中，包括那些仅以控股公司股票做担保的债券，以及那些允许借款人以不合理的分配方式向控股公司支付现金红利的交易。

随着华尔街的债券代销机器在高科技泡沫中挂进高速挡，各种疯狂的债券报价横行市场。急不可耐的买家在向环球电讯、铱星公司和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全球星公司这类公司的无担保债券发行中超额认购数 10 亿美元，而这些公司几乎都还没有任何的营业收入，商业模式根本没有得到验证，也没有在借款到期时归还贷款的合理资金来源。

有时候，作为对债券购买人将承受的荒唐风险水平的一种妥协，投资银行会为债券报盘安排一个第三方账户，用于存放四次半年度利息支付所准备的现金储备。这种方式的逻辑是，债券购买人能确定债券发行人至少在两年内不会倒闭，而到了这个时候，这些债券很可能已经做了再融资，最大的可能就是卖给了那些不太聪明的投资者。

1996 年 11 月，漫威公司的盛宴即将曲终人散，从佩雷尔曼的红利中汲取的现金、并购的狂欢以及超额的债务最终遭到了报应。因 1994 年美国职业棒球大联盟选手罢工，球迷的热情降温，对漫威公司球星卡交易的需求大幅度下滑。

与此同时，漫画书籍需求中存在的不可持续的投机泡沫曾经一度推高了漫威公司的销售收入。现在这个泡沫开始破灭，漫威公司的销售收入急速下跌，从 1995 年高峰时的 8.29 亿美元回落到 1996 年的 7.46 亿美元。

表 1.1 漫威公司现金流分析

财政年度	1993	1994	1995	1996
	（百万美元）			
营业收入	415.2	514.8	828.9	745.5
息税折旧及摊销前利润	116.8	123.8	69.1	-35.4
息税折旧及摊销前利润率	28.1%	24.0%	8.3%	-4.7%
利息支出	38.4	81.7	43.2	58.9
息税折旧及摊销前利润 / 利息	3.04X	1.52X	1.60X	-0.60X
资本支出	3.3	4.2	42.5	43.2
息税折旧及摊销前利润－资本支出	113.5	119.6	26.6	-78.6
（息税折旧及摊销前利润－资本支出）/ 利息支出	2.96X	1.46X	0.62X	-1.33X
净收入	56.0	61.8	-48.4	-464.4

资料来源：公司公告

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对于高固定成本结构，公司在适应这种新的经济现实方面没有任何的灵活性。这个固定成本结构包括了它在球星卡和不干胶贴画上欠运动队的版税，再加上其债券不断膨胀的利息支付。

漫威公司以息税折旧及摊销前利润计算的现金流，从 1994 年的大约 1.24 亿美元减少到 1995 年的 6 900 万美元，并最终在 1996 年时跌落到负值。1996 年 11 月，为了不让漫威公司步入《破产法》第 11 章破产程序而失控，佩雷尔曼提出要买下公司。他的计划复制了债券交易员版的《安德鲁斯计划》（*Andrews Plan*），提出通过增发机制提供 3.5 亿美元给企业，这种做法将会极大地稀释漫威公司股东的权益，并基本上把持有公司债券的债权人全部扫地出门。

佩雷尔曼的代理人霍华德·吉提斯是伍尔夫（Wolf）、布洛克（Block）、斯科尔—索利斯—科恩（Schorr & Solis-Cohen）律师事务所的前律师。他在曼哈顿一家酒店的大会议室向 100 多名债券交易员和分析师陈述《安德鲁斯计划》的时候，我就坐在他们中间。当吉提斯播放一张简洁的幻灯片，告诉大家为了换取向佩雷尔曼计划投入新的资金的权力，债权人将如何失去几乎全部本金的时候，沮丧的分析师居然一时没有反应过来，无法快捷地举起他们的手。我的 M. D. 萨斯同事提问吉提斯，投资人为什么还要相信这个对在场的投资人做下这种事情的管理团队，而这些投资人中有人刚在几个月之前以面值 1 美元购买了新发行的债券。

毫不奇怪，这个消息犹如晴天霹雳，第二天，债券持有人都惊慌失措地争相抛售持有的债券。由于 M. D. 萨斯属于买方的秃鹫投资基金，电话铃声就一直没有断过，漫威公司的高收益投资者现在都急着想通过这颗星球上的每一个能找到的经纪人抛出这个烫手山芋。在接下来的几个星期里，众多精明的买方经纪人给我电话通报漫威公司的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最新消息。有人写了长篇累牍的公告，为漫威企业帝国的每一个组成部分都作了预测估值。但他们全都无功而返，什么也卖不出去，漫威公司的债券价格还在持续走低。

持有原始发行债券的债权人无法相信，佩雷尔曼就这样拿走了他们用来分红的钱，也无法相信他现在还想对债券持有人釜底抽薪。这些人感到前所未有的恐慌。之前，他们曾经理性地持有这些债券，期盼着漫画市场的颓势会逆转，也期盼着佩雷尔曼会增加投资，让他们能够全身而退。现在，现实就像拿着一根棒球棒，结结实实地给了他们当头一棒。漫威公司债券价格在二级市场上从大约 80 美分对应 1 美元的面值跌落到 20 美分以下，短短几个小时就给债券持有人造成了超过 5 亿美元的损失。

在这个时点上，我向 M. D. 萨斯建议，我们应该在漫威的债券上建个头寸。有这种想法的人不只我一个。卡尔·伊坎以大约 20 美分对应 1 美元面值的价格购买了一些债券，并且采取了行动，在法庭上阻击佩雷尔曼的收购。尽管伊坎的行动够敏捷，但佩雷尔曼更迅速，他在 1996 年 12 月底让漫威公司申请了破产保护。

伊坎以更进一步的法律行动做出应对，想从佩雷尔曼手里争取到公司的控制权。他的理由是，漫威公司的债券是以股票作担保的，债券持有人现在拥有了绝对多数的股权，可以取代漫威公司的董事会，罢免佩雷尔曼。这个举动在债券持有人、公司、银行、佩雷尔曼和 Toy Biz 的所有者之间，引发了一系列的法律诉讼和反诉讼。

诉讼的噩梦开始威胁到漫威公司的银行债权人的地位，甚至高等级的抵押贷款也开始以问题债券的形式在低价交易了。伊坎和我从中看到了一个机遇，我们得出结论：高等级的抵押贷款最有可能成为新的支点证券 （Fulcrum security），在破产过程中将

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其持有者放到一个最有利的位置。

伊坎提出了一个新计划，可以让高等级的抵押贷款债权人变现出局。按照债券市场认可的总面值给出一个合理折扣，而那些选择留下来投资的人可以得到重组后的股票，还有一些优先股。放出这个消息后，高等级债券下跌到大约以 60 美分对应 1 美元的价格水平上进行交易。在这个时点上，我建议 M. D. 萨斯也买进这些债券。M. D. 萨斯最后总计买下了价值约 5 000 万美元的漫威公司的银行债，跟同样积蓄了大量的债券的伊坎站在了一起。

当漫威公司最终于 1998 年 6 月完成重组的时候，高等级的银行债权人获得了公司大部分新发股权，这个结果对于 M. D. 萨斯来说无异于一记辉煌的本垒打。我没有等到见证全部收益的那个时刻，我在 1997 年 12 月离职，创建了舒尔茨资产管理公司（SAM）。

我一直跟进这个项目的原因之一：M. D. 萨斯允许我继续个人投资。要做到这一点，我只需要为我所做的每一笔交易预先获得合规检查的批准。1994 年，我开始投资。1997 年，我离开 M. D. 萨斯时，我的一级交易账户表现出了无懈可击的强势交易记录。

市场会告诉我，我做得究竟如何

我用自己和家人不足 100 万美元创立了舒尔茨资产管理公司。在差不多 15 年之后，我们现在管理着大约 2 亿美元的资金，组合中有来自世界各地的高净值私人投资者、退休基金、基金会、政府和其他机构。巅峰时期，公司管理的资产超过 7.25 亿美元；最近的规模要小很多，但是灵活性提高了不少。我继续管理着父母和哥哥姐姐们的钱，他们也还叫我瓦克（Wak），但不是崴货（Wack）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

回首往事，秃鹫投资是我正确的职业选择。问题证券投资不仅很好地发挥了我的法律知识和商业头脑，而且也给我带来了精神和经济上的双重回报。除此之外，我还可以拥有足够的灵活性来平衡事业和家庭生活。

不像法律或者管理咨询类的工作，秃鹫投资每天都给我按“平衡计分卡”打分，因为市场会告诉我，我做得如何。我一直都觉得这种即时反馈特别刺激。

尽管我在秃鹫投资领域的大部分时间干得都不错，但我也无法避免偶尔失手。这一路走来，我学到了很多经验和教训，因而完全有能力带投资者们进入“秃鹫”的世界。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

The Art of Vulture Investing

秃鹫投资的成功箴言

问题证券市场在结构和法律上的复杂性，造成了投资问题证券比其他任何投资领域更为严重的无效情况。要找出这些机会，你需要像激光一样聚焦于对每一项投资的理解上。如果你无法对自己的想法进行足够的过滤，不能简明扼要地向孩子解释清楚，那么，你对他们的了解程度或许还不足以让你做出正确的选择。

你要对自己的能力充满信心，对战胜市场充满决心，还要有那么一点点的谦逊。最优秀的投资人所赚到利润的大部分来自于少数几次的交易，所以，你必须心甘情愿地承认你做错了，并干净利落地脱手那些亏损的头寸。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Vulture Investing

Adventures in Distressed Securities Management

2

厘清秃鹫投资的三个基本策略

老谋深算的秃鹫投资者在公司正式申请破产之前，如果做空的时机把握得好，而且有极大的耐心等到股票被彻底注销，这种做法带来的收益就是100%。

一旦股票已经出现巨幅的下跌，做空股票也就不再是最好的下注方式。你为什么不把这家公司的短期商业票据、中期票据、有担保和无担保的长期债券、有资产支持的证券以及银行贷款梳理清楚，看看哪种债券在公司破产后得到的利益大于付出的成本？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大自然赋予秃鹫一种神秘的力量，它能准确地察觉到死亡正在降临到哪只负伤的动物。秃鹫密切关注着每一只大难临头的“可怜虫”，不紧不慢地紧跟着它们，直到生命从他们的身上一点点流逝，最终成为自己的猎物。

——约翰·詹姆斯·奥杜邦（John James Audubon）
《美国禽类》（*American Ornithology*）
编辑亚历山大·威尔逊（Alexander Wilson）等

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

秃鹫给动物尸体剥皮的方式有很多种。在这些年里，我尝试过各种方法，有些方法的优势更加明显。对无所畏惧的秃鹫投资者来说，虽然各种新手段层出不穷，但是有些基本原则一直沿用至今。

秃鹫投资与“杠杆”关系密切。在当今的金融市场上，杠杆是指为了进行一项投资或者收购一家公司，借入的资金远多于投入的资金，使交易收益和风险成倍放大。正如2008—2009年金融危机所表现出来的那样，当投资失败时，这种类型的杠杆通常导致违约和破产。所以，杠杆交易者就成了秃鹫投资者的美味佳肴。

在物理学上，杠杆还有一层更常见的意思，即利用工具突破人类和事件本身的力量。每一根杠杆都有一个支点，也就是支撑它实现平衡的点。利用这个支点，人们能够以相对小的力量移动大型的物体。因此，要想成为一名成功的秃鹫投资者，你必须具备的重要才能就是，对于你正考虑投资的任何一家倒闭公司，找准它的支点证券。

支点证券：从技术层面来说，指公司按照《破产法》第11章的规定或者其他形式重组之后，最有可能获得股权的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

债券。这个支点可能是债券也可能是贷款，这完全取决于你投资时，公司的破产程序进行到哪一步以及公司如何安排资本和债务。

重组过程中，问题企业的债务越多，清除较低等级证券的可能性就越大，比如股票、优先股以及次级债券（Subordinated Bond）。支点证券是在新发行的普通股中获得最大份额的那一类证券。

老谋深算的秃鹫投资者不会把自己局限在某一种证券里。在公司正式申请破产之前，最好的机会通常在做空股票上。

当然，实际操作起来并不像听起来这么简单。首先，你必须提前发现这些开始跑偏的企业，在市场还没有抓到他们的把柄之前发现他们。其次，你必须有能力交易足够多的股票，让交易变得越来越值得做。最后，你必须掌握好做空技巧，也就是你必须找到合作者，愿意按照合理的价格借给你股票。

当市场越来越多地风传公司的负面消息时，公司的股价应声下跌。这时，你可以用很低的价格买入股票以获得巨额收益。然而，别的做空者也会蜂拥而入，推高借入股票的成本，或造成很难借到股票的情形，在夹缝中捉住你。

不过，如果你把握好做空的时机，而且有极大耐心等到股票被彻底注销，这种做法通常会带来100%的收益。

让我疑惑的是，为何很多人在迹象已经非常清楚的情况下，仍然固执地相信一家公司不会倒闭？对于一些投资人来说，感情因素占了上风。他们不愿意放手，不想看到亏损成为现实，幻想着公司能以某种方式挺过来，最终股价会再次上涨。这种情况的出现，就意味着做空的良机到来了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

做空全球星：难以忽略不计的营业收入

这些年间，我在很多公司走向破产的过程中做空他们的股票或级别很低的次级债，这些公司包括雷曼兄弟、通用汽车、全球星、阿姆斯特朗世界工业、凯玛特、太平洋乙醇、西北航空、美国航空、联合航空、贝尔斯登、达力智、卡尔派恩电力和新世纪金融等公司。

我在全球星公司的几笔做空交易中不只收获了丰厚的利润，而且还得到了很多启示。在市场最终意识到公司注定倒闭之前，投资者有好几轮机会。公开上市交易的卫星通信公司只是全球星有限合伙公司的普通合伙人。全球星公司是一家实际的营运公司，它被劳拉航天通信有限公司拆分出来，但劳拉公司保留了 39% 的所有权。

1999 年，劳拉公司把全球星公司拆分为一个新企业的过程中，它采用与摩托罗拉类似的策略。20 世纪 90 年代，摩托罗拉与铱星公司也在从事同样的事情。

铱星公司也是一家人造卫星公司，最终和全球星公司一样倒闭了。全球星公司和铱星公司二者的目标都是建立全球卫星网络，为提供全球优质、全新的交流途径打基础。从理论上听起来，这个计划很有意思，但在全球范围内快速增长的蜂窝移动网络服务似乎让这样的卫星网络显得多余。

雪上加霜的是，全球星和铱星两家公司都顶着巨额债务经营，而不像大部分创业公司通过股权融资，引入风险投资，比如全球星公司的垃圾债券高达 30 多亿美元。当时，债券代销市场呈白热化状态。对于摩托罗拉和劳拉这两家公司的母公司来说，采用债务融资进行分拆更容易操作，这样的做法让他们确保能注入卫星业务数十亿美元的资金，自己又不用承担太大的市场风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全球星公司计划在 1999 年 9 月开始提供商业运营服务。发射卫星所花费的时间比原计划长了很多，表 2.1 是全球星公司 2000 年 9 月 30 日的资本结构。请注意：全球星公司的债务包括给子公司超过了 32 亿美元的应付款，几乎是公司整个财年 370 万美元营业额的 1 000 倍。

表 2.1 全球星公司资本结构

截止 2000 年 9 月的资本	未付金额（百万美元）
债务及其他负债	
银行长期贷款	500.0
无担保应付票据	250.0
利率为 11.375%，2004 年到期的优先票据	500.0
利率为 11.25%，2004 年到期的优先票据	325.0
利率为 10.75%，2004 年到期的优先票据	325.0
利率为 11.50%，2005 年到期的优先票据	300.0
供应商融资负债	304.0
高通公司垫资	515.5
其他供应商融资	-54.5
应付子公司融资	231.7
贸易索赔	11.5
总负债	3 208.2
权　益	
优先股	
A 类年利率为 8%，2011 年到期 2.2 亿美元优先清算股 440 万股	220.0
B 类年利率为 8% 1.5 亿美元清算优先权 300 万股	150.0
普通合伙人利息	
6 192.5 万股	539.0
公共权益	
GTL，35% 劳拉，45%	0.0
总权益	909.0

资料来源：公司公告以及舒尔茨资产管理公司的估计

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

按照这个比例，全球星公司想要支付期间内累计超过 3 亿美元的利息支出，包括应计项目和流动现金支付，这简直就是天方夜谭。债券投资人实际上是在赌全球星公司能够在足够快的时间内，以数十亿美元的规模大幅度提高营业额，以偿付债务。然而，大部分新企业都不可能完全按照预计的规模成长。企业用极高的杠杆进行融资，一般都不会有太好的效果。

2000 年年底，全球星公司开始摇摇欲坠，年度利息支出几乎是营业额的 100 倍。2001 年 1 月中旬，公司宣布将无限期暂停偿付债券的利息和本金。

我们一开始就显而易见地看到这个生意成功的可能性不大，做空全球星公司股票并没有想象中那么容易。

最初，公司的股价从 20 美元左右摸高到 45 美元。公司破产时，股价又跌回到地板上。

在某个时刻，全球星公司的前景非常糟糕，但它发表了令人不可思议的公告，即公司聘请了贝尔斯登公司为其在二级市场进行股权再融资。这一举动使股价上涨了 10 美元。

在 2008 年的信贷危机中，贝尔斯登自身过度杠杆化，市值严重蒸发。这次，贝尔斯登使出浑身解数，想找到办法提振很快就将一文不值的股权再融资的需求。

这些伎俩无法避免全球星公司的厄运，只比我们预期的时间晚了几个月，但我们还是通过做空全球星公司的股票赚了将近 100% 的收益。在这家公司申请破产之后，我们又做空公司的无担保债券，也打了漂亮的一仗。我们对铱星公司如法炮制，表 2.2 是铱星公司 1999 年 10 月的资本状况，也就是它申请破产两个月后的资本状况。铱星公司与全球星公司的情况一样，巨额的借款和其他债务总计近 40 亿美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 2.2 铱星公司的资本结构

截止到 1999 年 10 月的资本情况	未付金额（百万美元）
债务及其他负债	
有抵押的银行贷款	800.0
破产后归属摩托罗拉的金额	118.2
摩托罗拉担保的银行贷款	740.0
高等级票据，A 类（利率为 13%，2005 年 7 月 15 日到期）	300.0
高等级票据，B 类（利率为 14%，2005 年 7 月 15 日到期）	500.0
高等级票据，C 类（利率为 11.25%，2005 年 7 月 15 日到期）	300.0
高等级票据，D 类（利率为 10.875%，2005 年 7 月 15 日到期）	350.0
会员债权（利率为 14.5% 高等级次级票据，2006 年到期）	568.9
美国航空航天局申索	60.0
应付利息（破产前，债券和银行）	106.8
破产前累积债务	3.5
资本化租赁	43.3
贸易申索	12.8
总 计	3 903.5
权 益	
优先股	
清算优先股	46.0
4.8 万股	
普通股（铱星公司）	
1.5 亿股	-952.70
1 970 万公众持有股 1.303 亿非流通股（摩托罗拉，其他策略投资者）	
总 计（账面值）	-906.7

资料来源：公司公告以及舒尔茨资产管理公司的估计

相比起来，它的营业额根本微不足道。截至 1999 年 3 月 31 日的 12 个月间，铱星公司只产生了 170 万美元营业额，同期的利息支出则达到了 1.813 亿美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

做空达力智："欺诈性"转让重组的末日

最近，我们做空达力智有限公司的股票的过程很有意思。达力智有限公司是美国最大的独立发电企业，拥有并营运着天然气和煤炭发电厂，并以批发商的角色出售电能和电容。

达力智有限公司的子公司达力智控股公司是2011年最引人瞩目的破产案例之一。

在写作本书时，它仍然还处于美国《破产法》第11章规定的申请破产程序中。

尽管母公司通过一些狡诈甚至可能违法的交易，熬了几个月没进入破产申请流程，但在2012年7月，它还是跟子公司一起进入美国《破产法》第11章规定的破产程序中。

达力智有限公司的传奇故事讲起来很长，内容也很丰富。当时，电力生产行业的市场条件开始恶化。

到2010年年末，这家企业已经举步维艰，达力智控股公司希望通过买断的方式解决问题。

但持股人先后拒绝了黑石集团与活跃投资人卡尔·伊坎（伊坎那时已经是达力智最大的股东）的报价。

我曾经与伊坎的团队一起工作过几年，通常情况下我们站在同一阵营，所以，我对后续的发展深感震惊和沮丧。

伊坎的第一个举动是，派自己的得力助手文森特·因特列里，这位伊坎企业集团的高级执行董事加入达力智控股公司的董事会。在2009年的热带博彩公司破产案中，我就见识过这位精明、反复无常的因特列里。

他会在令人神经高度紧张的谈判中肆无忌惮地爆发，他简直就是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一个奇葩。因特列里加入董事会不久，就组建了一个融资与重组委员会，指派他全权负责。

在此之前，达力智有限公司把达力智控股作为一家营运公司。

重组委员会很快改组了管理团队，在达力智控股下面设立了两个所谓的“料仓”（Silo）分公司：一家生产煤炭，另一家生产天然气。

为了避免迫在眉睫的违约，委员会将9.18亿美元高等级担保贷款再融资了6.5亿美元。此时，达力智控股还有33亿美元的无担保债务与2亿美元的未清偿的次级债券，再加上对现有租约的5.5亿美元的保证金。

因特列里的重组委员会随后指挥了一系列令人眼花缭乱的交易，从根本上把煤炭公司，也就是达力智控股公司业绩最好的资产，转到了达力智有限公司这家伊坎持有股票的上市公司的直接掌控之下。

这场交易让达力智有限公司从达力智控股买下了煤炭分公司，代价是一份称为“承诺”的不同寻常的没有流动性的契约，董事会给它赋予的价值是12.5亿美元。图2.1标明了达力智在这场交易之前的组织结构图。

在保护持有人不会受到伤害方面，这份契约没有任何强制性规定。公司的后续行动还可能影响到市场价值。我认为整个交易存在一个很大的疑团，而我不是唯一一个有这种想法的人。

天然气公司经营得不是太好，达力智控股公司不再用收益来支付其债务，因而顺理成章地按美国《破产法》第11章规定申请破产。这样就留给了达力智有限公司一个很赚钱的煤炭公司和一个破产的分公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

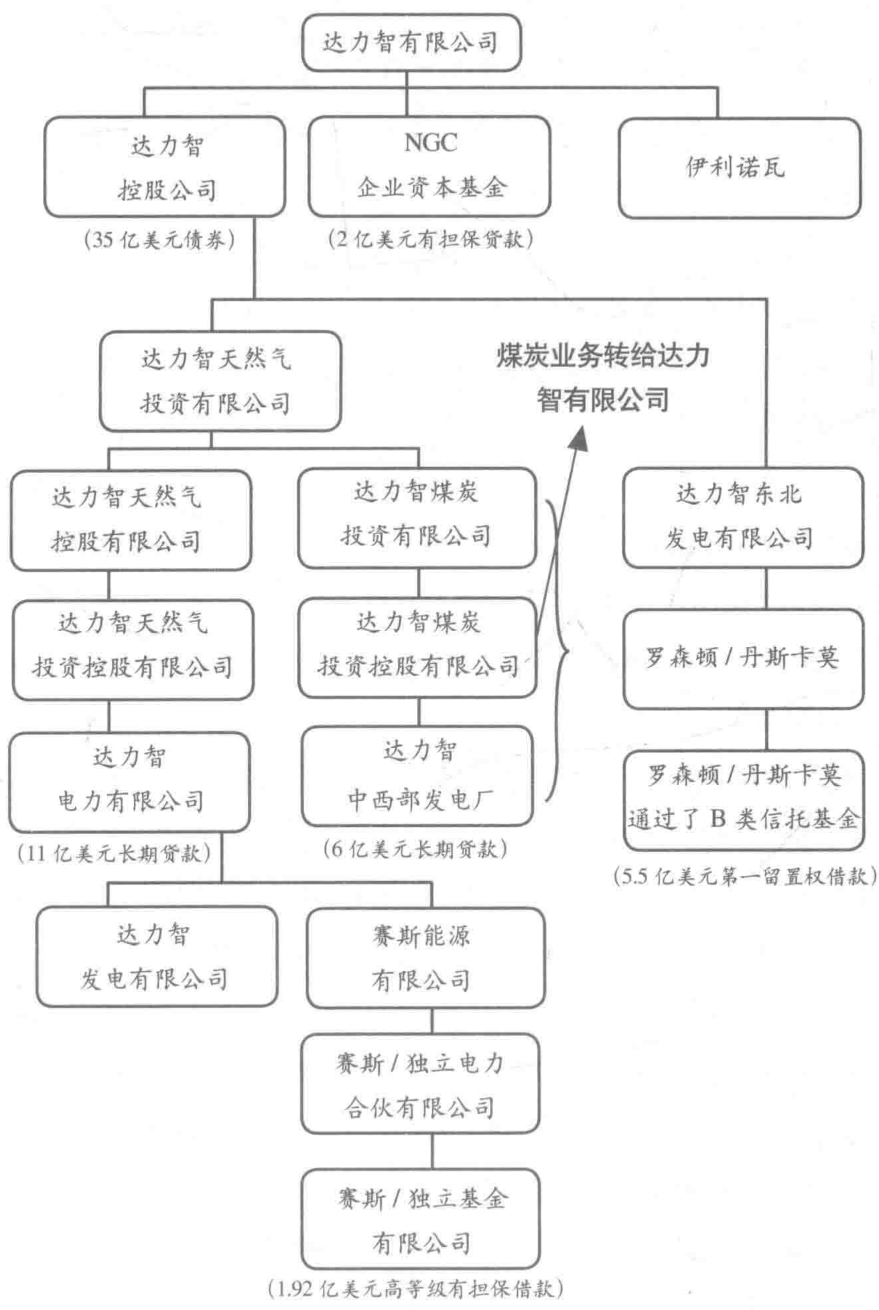


图 2.1 达力智组织结构图

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

达力智控股公司在破产申请中提出了一份重组计划，似乎主要是为了给自己一点喘息的时间，以消除财务和营运方面的挑战。

但所提出的方案对达力智控股本身几乎没有任何帮助，重组后的公司负债率依然居高不下，净负债是未扣除利息、税收、折旧、分摊总收入的 8 倍（平均水平为 4 倍）。

这项计划还包含有以下规定，如果公司到 2015 年没有偿还 21 亿美元的优先股，它就应该将 97% 的股权让给债权人。这并不是个大问题，但这些规定说明，这个负债率超高的公司其实是为了再次倒闭而组建的。

次级债券持有人对计划的结构和内容两方面都提出了反对意见。破产申请受理法院指派了独立的检查人员，对申请准备期中达力智控股公司所做的所有事情进行调查。对这一决定，我喜闻乐见，尤其是我在数年之前的勒维兹家具公司破产案上曾经与调查员塞希尔·克帕拉尼共事。

克帕拉尼是昆毅诉讼律师事务所（Quinn Emanuel Urquhart & Sullivan，LLP）的合伙人。2012 年 3 月 9 日，他公布了一份 50 页的报告，认为这次广受质疑的交易事实上是一次“欺诈性转让”，重组计划不可行。

这份报告提高了做空投资者对达力智有限公司股票的预期，尤其在法庭对转让和计划都给予否决之后。2011 年 4 月，我早就以每股接近 6 美元的价格卖出，建立了空头头寸。一年来，公司的股票一直低迷。当报告公布的时候，达力智有限公司的股价一天之内就下跌了 50%。

图 2.2 显示了达力智有限公司在 9 个月期间股票价格呈直线下跌的走势，从每股 6 美元以上下跌到调查员公告发表后的 50 美分。同时，我也开始做空无担保债券，目前也有望看到该头寸产生出不错的利润。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

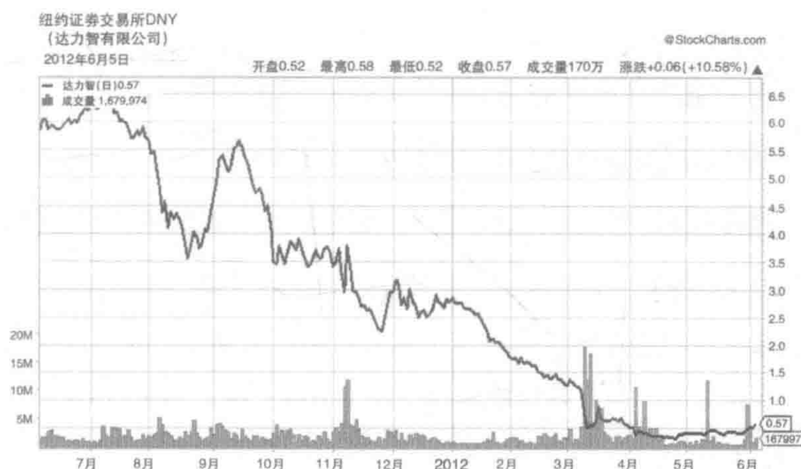


图 2.2 达力智股票走势图

资料来源：StockCharts.com

西北航空：来不及做空股票，就从债券下手

我盈利最丰厚的做空交易或许是西北航空普通股。2005 年 9 月，公司提出破产申请，我随后介入。我在这次以绝对条件所做的对赌中收获颇丰，部分原因在于我们持仓的规模。公司的一级市场业务经纪人（UBS Prime Brokerage）告诉我，在西北航空公司股票账户里，从所持有的头寸来看，我们是最大的空头。

过去几年间，西北航空与大部分航空公司的遭遇一样。由于过多的负债、遗留的债务、飙升的燃油价格以及白热化的市场竞争的冲击，它在绝望中破产。互联网的发展给了顾客更大的议价能力，这让西北航空的问题变得更为复杂。我做空西北航空股票，并从中获得了巨额回报。因为在它崩盘之前，价格曾经如此之高。

表 2.3 显示了 2006 年 3 月 31 日时的西北航空公司的结构，此

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时离2005年9月的破产申请过了大约一年时间，其负债已经超过了100亿美元。

截至2006年9月30日的12个月间，西北航空产生了6.06亿美元的息税折旧及摊销前利润（扣除资本支出之后），这与公司5亿多美元的利息支出相当。考虑到很快就将到期的债务分摊支付，其状况显然不可持续。

在公司的债权人投票通过了重组计划，明确规定股权持有人将一无所获之后，西北航空股票却出现了急剧上涨。公司的10-K表和10-Q表已经证实了股票肯定要被整体注销。

无论如何，供给不足和过度需求导致的逼空行为，暂时性地把股价急剧推高，从每股不到2美元涨到了6美元，甚至更高。在这个阶段，市场不乏投机行为，寄希望于另外一家航空公司出面并购西北航空，以此把股票保留下来。债权人掌握了支点证券，买家不可能支付任何东西给西北航空的股票持有人，因而这种想法根本没有任何意义。对于破产企业来说，大致情况差不多都是这样。

对于我来说，推高的股价是一个巨大的蛋糕，创造出了一个更佳的做空机会。

做空之后，我最终能够大量补进西北航空普通股上的头寸，直至满仓。几个月后，普通股最终跌落到每股25美分以下，最后被整体注销，空头获得了超过100%的利润。

一旦一家公司开始衰落，做空股票也就不再是你最好的下注方式。因为，如果股票已经出现巨幅下跌，你做空的潜在利润也就丧失殆尽，甚至还会蒙受亏损。为了弥补做空敞口，你得继续支付成本借入股票。这时，你应该寻找问题公司的债券作为你的支点证券。

公司发行的债券有很多种形式：短期商业票据、中期票据、有担

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 2.3　西北航空公司的资本结构

截止 2006 年 10 月的资本	未付金额（百万美元）
债务及其他负债	
非破产前的债务	
持产债务人贷款	1 294.0
平均利率为 9.8%，2012 年到期的 EETCs	182.0
平均利率为 7.5%，2025 年到期的抵押贷款	671.0
平均利率为 4.5%，2031 年到期的其他有担保债权	1 027.0
应付专家费	12.1
有担保的破产前申索	
利率为 6%，2022 年到期的 EETCs	1 987.0
利率为 3.6%，2023 年到期的有担保贷款	2 156.0
资本租赁	238.0
无担保的破产前申索	
利率为 8.7% 利率，2004 – 2039 年到期的无担保票据	1 313.0
其　他	-239.0
利率为 6.625% 利率，2010 年到期的可转换无担保票据	375.0
应付款	1 888.0
津贴与员工福利	4 066.0
飞行器计提	2 863.0
总　计	17 833.1
权　益	
优先股	
利率为 9.5%，2039 年 8 月 15 日到期 570 万股	278.0
普通股	
8 730 万股	-7 958.0
总　计	-7 680.0

资料来源：公司公告以及舒尔茨资产管理公司的估计

保和无担保的长期债券、有资产支持的证券以及银行贷款。一般情况下，支点证券是最优先的考虑。在破产重组过程中，公司持有人在出售公司剩余资产的时候将会最先赔付支点证券持有人。如果最终结果是债转股，他们将获得大部分股票。

在购买公司债券时，你可能会以面值的折价购得，只用几便士就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能买到 1 美元面值的债券。当破产企业偿付债权人的时候，你就可以获得好的收益。理想的状况按面值赔偿，至少也会高于你在公开市场上的买入价格。

在对破产的预期中，如果你购买的债券增值了，尤其是市场相信公司可以变卖一些物有所值的资产，你可以卖出这些债券，很快斩获利润。在有些情况下，你也会希望在公司破产重组时，把债券转成股票。

过去，支点证券很可能就是公司高等级有担保债券，这些都处于或者接近于资本结构的顶端。

21 世纪初，这种情况发生了变化。银团贷款，尤其是杠杆贷款领域发展出了流动性很好的二级市场。杠杆贷款类似于垃圾债券，以较高的利息和较大的风险借款给信用状况不佳的企业。新的二级市场为销售这类贷款提供了便利的途径，商业银行和投资银行就着手设计了更多的这类产品，条件甚至比公司从公开债券市场上获得的要求更加优惠。

与华尔街通常发生的情况一样，投资银行家开始从新的市场上寻找能带来收益的更多途径，主要通过建立投资载体来购买自己发行的这些票据。

雷曼兄弟、高盛、贝尔斯登、美林、美国银行与花旗集团等投行全都成立了所谓的结构信贷基金，用来投资杠杆贷款。

杠杆贷款市场的发展与证券化抵押贷款如影随形。在这场盛宴曲终人散之前，投行把住房市场变成了一个赌场。2007—2008 年，杠杆贷款随着其他形式的风险债券一起分崩离析，给结构信贷基金的投资者留下了恐怖的亏损，为全球性的金融危机的蔓延推波助澜。

现在，大规模供给的新型高等级有担保银行贷款证券依然还是支点证券。无论以现金、新债券，还是新股权的形式，这些证券在破产

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时通常能得到最大赔偿。然而，贷款市场的兴起，大大增强了银行在破产程序中所发挥的作用。

银行作为具有最高优先权的最高等级贷款人，他们拥有最好的保障。一般情况下，贷款都捆绑在一个委员会，以便在破产过程中更好地保护自己的利益。银行借钱给企业，不是拥有企业，因此他们最想要的是现金，而不是股票。

对于美国的银行来说，资产负债表中股权超出一定比例是违法的。新的银行指南进一步降低了允许银行资产负债表里出现股权的百分比。这些规定包括国际《巴塞尔 III》协定（美国基本同意在 2011 年 12 月实施其所有规定）和《美国沃克尔规则》[属于 2010 年 7 月签署生效的《多德 - 弗兰克华尔街改革及消费者保护法案》（*Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*）的一部分]。

做多阿尔戈玛：遭错杀的破产新重组公司

秃鹫投资者拿到更高的现金赔付是很爽的，但真正的大戏还在破产重组后的股权上。你或许会问，为什么有人想持有一家破产公司的股票呢？一般来说，这些股票没有太高价值，一般也不会在主板市场交易（起码开始的时候不可能），甚至也不会有哪家做市商会做柜台交易。

华尔街分析师可能也不会关注这类股票，破产通常会在之后的继承者身上打下不好的烙印。曾经在该公司从光环中跌落之前推荐过该股的分析师也会感到自己的愚蠢和无地自容。有些分析师甚至在股价已经跌至零时，还在维持其“买入”的评级，最终因蒙蔽了投资人而丢掉饭碗。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但秃鹫投资者在这类股票里能看到巨大利益。在按《破产法》第11章进行重组之后，大部分公司都能够只带着极少债务前行，或者甚至根本没有任何负债。有时，公司甚至能够保留破产前的营业亏损（NOLs）“结转”减税，还可以连续很多年不用缴纳公司所得税。

通常，银行都被迫出售破产中获得的股权。这些股票常常在开始的时候会以在公允价值上以巨大折价的方式进行交易。举个例子，要是同行以年度现金流6倍的基础进行交易，那么新重组公司的股票或许只值现金流的1～2倍。

有些秃鹫投资者在破产重组时没有拿到股票，也会在这时买入新重组公司的股票。**愿意卷起袖子自己做分析的秃鹫投资人，总是能够在垃圾桶内捡到大便宜。如果你能够在银行和其他抛掉股票的人还在打压价格时找到机会，上帝更会慷慨地报答你。**一旦这些被逼无奈的卖家完成了剥离，经过了一段时间的调整，这些股票通常都能够回到更为正常的估值水平上。

最终，人们开始认识到公司的物有所值。卖方分析师会重新关注，估值差异开始缩小。不管是出于策略考虑还是财务考量，并购者还会冒出头来，愿意支付溢价进行收购。当前的管理层甚至可能提出赎买公司的报价。当然，并不是每个机会都会如你所愿。所以，要想获得成功，维持好组合的风险控制，并进行多元化配置，这两点至关重要。

秃鹫投资者如何在正确时机购买支点证券的两个绝好的实战例子——阿尔戈玛钢铁公司（Algoma Steel，现在的艾萨钢铁—阿尔戈玛公司，加拿大的钢铁生产企业）和华盛顿国际集团。对于阿尔戈玛，我在重组之后马上购买了它的支点证券，然后采用积极的手段创造了价值。对于华盛顿集团，我参与得稍早一些，在公司重组期间和重组

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

之后这两段时间都投资了支点证券。

21 世纪初，全球钢铁市场价格下跌，美元上涨到了一个史无前例的高度。再加上投入资源（像煤炭和电力）的成本随之上扬，北美地区的大部分钢铁企业都经历了数年的苦日子。

2008 年金融风暴给整个钢铁行业带来毁灭性的打击，最先倒下的是高负债的企业与有大量历史负债（像养老金有缺口，或者医保欠债）的企业。

在繁荣期间举债过多的钢铁企业都面临着被迫破产。这份长长的名单包括 LTV 钢铁公司、韦林匹兹堡钢铁公司、阿尔戈玛钢铁公司、基石联合钢铁公司、共和工程产品公司、WCI 钢铁公司、威尔顿钢铁公司、贝尤钢铁公司、伯明翰钢铁公司、国民钢铁公司、谢菲尔德钢铁公司、共和技术公司、特里科钢铁公司、日内瓦钢铁公司和安美金属公司等。

阿尔戈玛钢铁公司是北美地区排名第三大的联合钢铁企业，拥有 100 多年的经营历史，占有加拿大钢铁产量的 14%。2002 年 2 月，公司完成了《公司债权人安排法案》(*Companies' Creditor Arrangement Act*，相当于《破产法》）的第二轮重组。按照此法案，阿尔戈玛的管理层进行了力度很大的减债工作。我们在 2004 年和 2005 年关注这家公司时，它已经开始准备向持股人分配资本金了。

重组成功后，脱颖而出的新公司一般欠债很少，或者没有余留的债务，而以前的高等级债权人变成了大股东。无论公司业务的基本面好坏，有些过去的债权人必须售出他们持有的股份。除了银行，类似的被迫卖家还包括零售债券共同基金，他们一般都有组合上的限制，明确禁止持有重组后的新股票。

阿尔戈玛过去的大部分债权人都急不可耐地要变现手里持有的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

重组后的股份，而这些股票具有上涨的可能。截止到 2005 年 3 月的 12 个月间，公司的普通股股价从 3.70 加元的低点跃上了 29.60 加元的高点。

即使到了这个价格，公司股票也只是在现金流的很低倍数的水平上进行交易。7.48 亿加元的企业总价值（TEV）是其连续 12 个月 6.95 亿加元的息税折旧及摊销前利润的 1.06 倍。我把公司 12 亿美元的市值与 1.51 亿加元 11% 利率的高等级有担保票据相加，然后扣除资产负债表上 6.02 亿加元现金的方式，计算出企业总价值。

2004 年 11 月，我开始购入阿尔戈玛重组后的股票。我发现，我正与另外一位秃鹫投资人约翰·保尔森（John Paulson）竞争。阿尔戈玛的董事会在重组过程中已经解决了公司的剩余债务，稳定的收益使其积累了数亿美元的超额现金储备。

由于财务相对灵活，董事会可以进一步抬高股价。2005 年 8 月，阿尔戈玛公司给持股人派发了每股 6 加元的特别红利，并回购股票。它还公布了一份涉及范围很广的策略评估，其中提到了很多可选方案，包括并购、给持股人更多的现金分红以及整体出售。

2006 年 3 月，在与阿尔戈玛管理层进行协商之后，保尔森说服公司同意给持股人分红 2 亿加元，并继续探索其他策略，让持股人的利益最大化。几个月之后，保尔森对这种慢节奏显得不耐烦了，全部抛出了手里的股票，很有可能就是在公司刚宣布了特别分红之后。

我决定持股。阿尔戈玛的下一个举动是进行新的大规模发行人招标，提出在随后的 12 个月回购 320 万股，占了公司上市股份的 10%。

2006 年年底，阿尔戈玛的估值仍然还是低得毫无道理。2006 年 9 月 30 日的资产负债表中，公司的债务为零，外加 2 亿多加元现金。扣除这部分现金，公司的市值到 2007 年 1 月 3 日达到了 8.304 亿加元，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这还只是 4.35 亿加元的息税折旧及摊销前利润（9 月 30 日）的 1.9 倍。形成鲜明反差的是，其他上市钢铁企业的平均倍数为 5.5。

在 2006 年 11 月的一次电话会议上，阿尔戈玛的管理层指出，其息税折旧及摊销前利润还会增长，并详细介绍了一份在今后 3 年削减 1.3 亿加元成本的计划。对于我来说，这个公司简直太便宜了，便宜得让你无法再熟视无睹。

在对阿尔戈玛管理层及其在加拿大的工厂的一次拜访中，我发现，那里的带钢生产线实现了满负荷生产，成本北美最低；一处加拿大钻石矿 10% 的权益；主要生产企业的周边还有数千英亩的土地。

阿尔戈玛管理层未能采用常规方式提高股票价值。为了兑现舒尔茨资产管理公司的投资收益，我决定竞标购买这家企业。如果阿尔戈玛的董事会同意了这次转让，我们可以实行债务融资的方式，不花任何代价得到这家公司。

如果董事会拒绝，这个动作无疑会把阿尔戈玛推上前台，等待其他买家为我们已经持有的那些股票支付溢价，大捞一笔。

正如所料，阿尔戈玛的董事会当即拒绝了我们的报价，但同意跟我们谈判。谈判持续了几个月，我们一点一点地抬高报价。最终，我们的备选策略奏效了，其他投标人开始浮出水面，包括印度艾萨钢铁公司。一系列的法律判例（其中最为著名的是罗纳德·佩雷尔曼起诉露华浓，并让他得到了控制权一案）已经明确，一旦某家美国公司明确进入拍卖程序，公司董事负有道义责任，要全面研究所有合法的竞购标书，为股票持有人争取最大的价值。

在竞标中，艾萨以每股 56 加元的现金并购了阿尔戈玛。虽然我们败下阵来，但我们也赚得钵满盆满。相比于我们对股票的平均购买价格（不足 20 加元），这个价格有了令人满意的溢价。眼睁睁地看着

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

阿尔戈玛被以一个相对低估值的价格买走，我还是觉得很伤心。艾萨以 4.02 倍的息税折旧及摊销前利润买走了公司，这是之前交易价格的近 3 倍，但仍然低于钢铁行业的平均倍数。

做多华盛顿国际：忍受长期躺在垃圾堆里的价格

华盛顿国际集团（Washington Group International，以下简称华盛顿国际）是另一个很有意思的支点证券投资的成功例子。支点证券的呈现方式有两种：一是在重组过程中买入，二是在重组之后买入。

华盛顿国际是一家巨无霸企业，提供高速公路、道路、桥梁、发电厂、厂房甚至铁路这类项目的设计、施工和工程服务。公司最为著名的工程之一就是巨大的胡佛大坝（Hoover Dam）。2001 年，我开始认真关注这家企业，它已经濒临破产。

华盛顿国际的前身是莫里森·克努森公司，这家公司也遭遇了一段困难的日子，于 1996 年破产。当时，实业家丹尼斯·华盛顿（Dennis Washington）的华盛顿建设集团（Washington Construction Group）以 2.21 亿美元的价格买下了它。2001 年 5 月，华盛顿国际申请破产，这已经是二进宫了。人们或许可以称它是“第 22 章”申请。在这两次破产中，主要原因都是借款太多。

进入破产程序时，华盛顿国际欠了利率为 11% 的 3 亿美元高等级债券，大约 5.72 亿美元未偿付信贷票据（票据总量 10 亿美元），还有大约 5.4 亿美元的其他债务，包括应付贸易款、应付工资、应付税款、退休金、工人补助福利以及环保费用等。2001 年年底，公司又增加了 2 亿美元的持产债务人（DIP）贷款。这是贷款人用在按《破产法》第 11 章规定申请破产的企业身上的一种特别债务工具，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

总负债约 14 亿美元。

负债增加，华盛顿国际的现金流逐渐枯竭。2000 年，公司营业额为 32 亿美元，而息税折旧及摊销前利润只有 290 万美元，利息支出却为 3 840 万美元。

和很多身陷困境的公司一样，华盛顿国际的麻烦开始于一次不明智的并购，并通过大规模的债务为并购融资。2000 年 6 月，瑞士信贷银行完成了华盛顿国际 3 亿美元的债券销售，授予华盛顿国际 10 亿美元的高等级贷款工具，旨在为并购融资。7 月，华盛顿国际以 5 300 万美元现金，并负债大约 4.5 亿美元，购买了雷神（Raytheon）的工程和建筑部门（雷神建工）。

按照并购计划，雷神的高管需要在交易关闭 60 天内提交经过审计的资产负债表给华盛顿国际。届时，最终的收购价格将做相应调整。但雷神根本没有拿出经过审计的报表。原来这些报表根本就不存在，雷神的高管显然在编造数字。

按照华盛顿国际的说法，雷神建工的实际负债总计超过 7 亿美元，远高于雷神在交易公告中所披露的数据。雷神建工的真实利润低得多，它在基础设施项目合同中的成本远高于华盛顿国际在交易中所推算出的数字。

华盛顿国际意识到这个事情的真实状态，马上叫停了在雷神建工交易并购中从雷神继承下来的两份主要合同中的所有工作。按照两家公司之前所签订的购买协议，华盛顿国际要求雷神以 3.25 亿美元的成本完成这项工程。走上了法庭后，双方都声称对方欠了自己数十亿美元。

华盛顿国际起诉雷神，指控欺诈，要求从并购交易中退回 4 亿美元。与此同时，雷神否认任何指控，声称华盛顿国际在完成交易

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

之前已经对雷神建工及其账册做了认真细致的审查。不管是谁的错，华盛顿国际都已经被打败了，本次并购融资举了太多的债，几乎已经没有足够的现金流来支撑公司的正常运营。2001 年 5 月，华盛顿国际没有能够按时支付债券利息，宣布破产。

当时，丹尼斯·华盛顿仍然持有华盛顿国际 38.7% 的股份。公司主要依赖于华盛顿的工业合同来吸引新的基础设施合同。丹尼斯·华盛顿以退出相威胁，说服了华盛顿国际的债权人，在拟议中的重组计划中给了他优惠条件。这份最初的计划同意丹尼斯·华盛顿购买 15% ~ 40% 的新公司股份。

无担保债权人委员会反对这份计划，计划中分给他们的利益很少，甚至基本上没有。他们认为，这份计划对于华盛顿和其他内部人士太过于慷慨。经过多次艰难的谈判，包括丹尼斯·华盛顿的各方终于达成了妥协，解决雷神争议被提上了议事日程。这一刻，我认为是进入华盛顿国际分行的证券的大好时机，购买一些该公司的高等级有担保债券。2002 年 1 月 5 日，华盛顿国际以一份经过修改的计划，从重组中脱颖而出。

以我的观点看，这是一次成功的重组，没有给华盛顿国际留下任何债务。法庭判决，雷神承担建筑和环境债务中的数亿美元，这对于华盛顿国际来说是一个非常有利的结果。

无担保的债权人获得了华盛顿国际新发行股票的 20%，叠加购买未来增发股票的权证。我这个等级的高等级贷款人最终掌握了真正的支点证券，获得了 80% 的新发股票，加上 2 000 万美元的现金（被管理层的激励股份以及无担保债权人的权证稀释）。

无担保债权人的权证分为 3 期，最终的结果要比他们刚出现的时候所设想的更加圆满。每一期权证都给持有人在华盛顿国际实现某个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

具体的企业总价值目标的时候，购买10%股份的权利：第一期行权，企业总价值达到7.25亿美元；第二期行权，企业总价值达到8.25亿美元；第三期行权，企业总价值达到8.88亿美元。而最初发行这些权证时，企业总价值大约在3.6亿美元，看起来与他们真正具有现金价值还有一段很长的差距。

尽管公司的状况有所改善，华盛顿国际的股票价格仍然只是10多美元。2003年5月初，公司股价涨到每股19.50美元。在2 500万完全稀释后的流通股基础上，资本金为4.875亿美元。

华盛顿国际已经完全摆脱了债务，最近的资产负债表上还有大约1.27亿美元现金。这个价格用企业总价值来表述为“连续12个月1.54亿美元息税折旧及摊销前利润的2.3倍”，还不到破产前的18亿美元总资本的四分之一。与同类企业息税折旧及摊销前利润的平均6倍相比，这个倍数简直是太便宜了。

然而，投资人对华盛顿国际的故事还是没有多大兴趣。原来的债权人主要是银行，他们不能长期持有这些股票，自然早早就卖出了事。其他破产保全前的债权人在面临巨亏和知道了各种法律诉讼的不确定性之后，饱受折磨。股票市场仍然处于2000年互联网泡沫破灭的后续影响之中，也没有人会甘愿冒险，尤其对象还是一家之前已经两次倒闭的基础设施开发企业。

市场总体上缺乏兴趣，我还是禁不住认真考虑起华盛顿国际的情况，我们的竞争者中也有按捺不住的人。大卫·埃因霍恩的绿光资本（Greenlight Capital）最终收集了10%的筹码，一家对冲基金的经理杰弗里·甘达尔买入了大约7%的股票，我的老东家M. D. 萨斯最终拿到了5%，我的筹码略少于2%。

一直到2005年12月，我还是华盛顿国际的股票投资人。我因为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这份投资没有什么进展而变得很沮丧，也意识到其他投资人也都很沮丧。这股票没有理由还躺在垃圾堆里，公司已经四面开花：华盛顿国际现在在纳斯达克上市，正在开工的大工程有150项，加上价值将近50亿美元的400个项目的储备，其中包括几份利润丰厚的伊拉克合同。

当股票涨到了51.75美元时，管理层预计的2005年华盛顿国际的企业总价值与息税折旧及摊销前利润相比为5.3倍，也不到同行业平均估值12.49倍的一半。华盛顿国际仍然没有任何未尝债务，资产负债表上还有3亿美元现金。出于税收考虑，华盛顿国际结转了1.69亿美元的营业亏损净值（详见附录Ⅱ），这就意味着在未来几年可以不用支付现金税款。因此，公司拥有了一个比大部分竞争对手更为有利的位置。

我认为，我需要主动发起一场战役，雇用了一家以出手凶狠著称的律师事务所。我就发行给无担保债权人的股票购买权证一事起诉公司，这些权证眼看就要过期了。华盛顿国际试图以公允价值的一个很小比例，从持有华盛顿国际股票和权证的债权人信托基金里，把在解决最终申诉池问题的时候分给他们的这些权证买回来。

如果我一直秉持消极的态度，管理层的这个计划就有可能最终伤害到我的利益。我持有华盛顿国际无担保债券的面值超过了3亿美元，而且这些债券属于债权人信托基金最大的受益人。

我的公司决定，通过起诉华盛顿国际对债权人做出不公平的决定，同时通过在内华达破产法院抢购这些权证的方式，帮助提升竞争的公平性。M. D. 萨斯、第三点管理公司、道尔顿投资公司以及白盒咨询公司（Whitebox Advisors）等其他债权人也全都加入到了这场战役中。我们最终在拍卖中败北，但还是成功地促使华盛顿国际把权证收购价格提高了数百万美元。最终结果是，信托受益人，包括债券持

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有人都获得了巨大的胜利。

对于华盛顿国际萎靡不振的股价来说，我针对债权人信托基金的股票权证所发起的战役，好像有点不痛不痒。不过，我的下一个举动就要直接针对它了。2006 年 7 月，我们写了封信，递交给华盛顿国际的管理层和董事会（《致华盛顿国际董事会的信》，详见附录Ⅲ），以证据确凿的例子说明公司的股价被低估了将近 50 美元。同时，我们也举出了公司在提高股票持有人价值方面可以采取的一系列的切实步骤，其中包括 7.4 亿美元的股票回购计划。

公司管理层和董事会能如此认真地对待我们(公司只持有不到 2%的股票）的建议，我承认确实让我有点吃惊。随后的事情变得很清楚，华盛顿国际的管理层和董事会一直以来也怀有跟我同样沮丧的心态。为了提高股票的价格，董事会启动了一项 1 亿美元的股票回购计划，甚至雇用了一家投资银行设计战略性的行动计划。

几周之内，首席执行官来到我们位于纽约帕切斯的办公室讨论我们提出的计划，而且董事会委托高盛评估我们建议中的一些亮点。管理层把这个计划列入了公司年度股东代表大会的议程，我受邀参加了公司的下一次股东大会，在会上陈述我们的计划。

我出席了会议，就有关更快速提升持股人价值的问题表达了意见。然而，我不知道的是，董事会其实已经在谈判，准备出售公司。2007 年 5 月，华盛顿国际发表公告，宣布与优思公司（URS Corporation，一家工程、设计和建筑公司）合并。优思公司同意以现金和股票的方式，以每股 100 多美元的价格购买华盛顿国际的全部流通股。这些流通股正是我在数年之前，价格只是 10 来美元的时候，开始购买的支点证券。这个结果可以说相当令人满意！

正如这些例子所说明：要想找到完美的支点证券，以最小的投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

实现最大化的利益，不是简单的事情。你需要在正确的时间以正确的价格购买到正确的证券，然后，紧咬不放，需要多久就坚持多久。

秃鹫投资者或许需要独自凭直觉走很长的路，但全面研究、凝神屏气以及真正意义上的坚持，这些原则无论你说有多重要都不为过。你不能停在枝头酣睡，你必须翱翔在天空，用锐利的双眼时刻扫视着你的领地，寻找猎物。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

秃鹫投资的成功箴言

要成为一名成功的秃鹫投资者，你必须练就一眼就能瞄准一家摇摇欲坠公司的支点证券的能力。这种支点证券可以是债券，也可以是贷款，这取决于你投资的公司处于破产程序的哪个阶段，或者如何组织资本和贷款。

问题企业的债务问题越严重，重组过程中就越有可能清理股票、优先股和次级债券。瀑布中最安全的地方是支点，也就是获得新发行股票中最大比例的那一种证券。但聪明的秃鹫投资人不会把自己局限于任何一种类型的证券上。在公司真正申请破产之前，最好的机会通常出现在做空股票上。

对于秃鹫投资者来说，问题企业提供了很多种不同的投资机会，有长期的也有短期的，通常持续几年时间。如果你等到了最适宜的进入点，你的耐心就会得到回报。这个时点通常出现在惊慌失措的卖家对基本面的价值最不关注的时候。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Vulture Investing
Adventures in Distressed Securities Management

3

实施秃鹫投资的四个注意事项

关于债转股投资，也许等你真的接到电话的时候，局面或许已经彻底没救了。你必须认真彻底地做好自己的功课，确保从一开始就划定留有好了足够的安全边界。

2011 年，希腊濒临破产，国际互换和衍生工具协会提出以 50% 的对折价交换希腊主权债务的计划。如果保险不在你蒙受巨亏的时候赔付，你何必争着抢着购买它呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为了生存，秃鹫能够忍受长时间的饥饿，还天生具备在几乎遥不可及的距离发现食物的能力。拂晓时分，它飞向天空，一遍又一遍盘旋着扶摇直上，直到消失在人们视线的尽头。在这个巨大的上升过程中，它检视的范围逐步扩大到数英里之遥。只要被秃鹫盯上，谁都无法幸免。

——约翰·乔治·伍德（John George Wood）

牧师，选自《禽与兽》（*Birds and Beasts*）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

秃鹫是一种适应能力很强的生物。它们很乐意食用几乎任何类型的猎物，也很愿意尝试任何新的狩猎策略。秃鹫投资者一直把支点证券作为基础工具，在公司倒闭的时候也还有其他盈利手段。我们以非常优惠的条件借钱给那些渴盼现金的企业。或者，我们也能够像私人股权投资公司那样，利用我们刚刚购得的股票实现对重组企业的控制。在这两种情况下，最大的回报来自于购买到一定数量的或者全部的股权。

预留安全边际的“债转股”投资

债务融资是秃鹫基金采用得越来越多的策略。在规定较长锁定期的情况下，这种规定保证投资人在几年之内至少有一定数量的资金不能撤回。大家听到最多的是债转股，秃鹫投资者借钱给那些急需现金的公司，这些公司对现金的需求急迫到把这种交易看成是事关生死存亡的事件。高利率贷款一般都包含有对所有附属担保物享有一级留置权以及其他的严苛规定，比如管理层在 30 天或者 60 天内必须出售公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司的要求，或者证明公司有足够现金流偿还借款的要求等。

对于秃鹫投资基金来说，公司真的想办法偿付了贷款，那就犹如一笔飞来的横财。不过，这类企业很少能偿还。在大部分的案例中，投资人所认购的贷款更像一场并购，一开始就从根本上切入了贷款融资组合里。如果公司无法偿付，贷款就转成为拟议中的持产债务人融资（Debtor-in-Possession，简称 DIP）。这是一种特别的贷款，专门提供给按《破产法》第 11 章规定进入破产程序的公司，使其在这个阶段能够维持运行。持产债务人贷款优先于所有其他债务、股权以及申索，赋予了持产债务的债权人公司资产第一人的权利。

作为问题企业或者破产企业排第一位的债权人，秃鹫投资基金获得了特别的知情权，诸如可以得到公司的月度或者每周财务报告；通过应用苛刻贷款条款获得利益，这些条款可以设定融资手段，比如利息最小幅度，或者债转股上限，发布一些一般外部人士不可能奢望的行动命令；比如出售业务或者分支机构，或者详细地起草对公司产生重大影响的计划。

债转股可能是低价购买企业的最好办法，但这种投资方式在流动性方面远不如单纯在二级市场上购买高等级证券。你必须做好长期献身于公司和参与破产程序的准备，几年之内可能都看不到任何回报。

这种投资策略的成功与否取决于目标公司的质量。你必须认真彻底地夯实自己的功课，确保从一开始就留有足够的安全边界。从你提供贷款的那一日起，你就是真金白银地在购买这家企业。你需要在投钱之前的尽职调查过程中摸清事实真相。否则，到你真正接手的时候，一切可能就太晚了。

关于债转股投资，最困难的一件事就是在第一时间找到交易。你可以给那些问题企业打电话，向他们提供融资，也可以通过网络找到想借钱的人。如果你是一位活跃的秃鹫投资者，你很可能会接到来自

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

曾经共过事的银行、经纪人或者律师的电话，希望介绍你与那些急迫需要借钱的企业接触。当你真的接到电话的时候，局面或许已经彻底没救了，根本就不值得再进行研究。所以，你也应该做好抽身而去的准备，除非你真的确信还有赚钱的可能性。

推特家庭娱乐集团（Tweeter Home Entertainment Group，以下简称推特）是一家美国专业的消费电子产品零售企业。这是我经历的债转股投资中的最有意思的一例，但操作得不算太成功。1972 年，桑迪·布隆伯格创立了一家公司，通过在各地发展零售连锁店，销售、安装和修理高端家用娱乐系统。由于家庭影院和影音室的需求增加，这家公司发展得相当成功。

2005 年，推特已经从一个单独门店发展成为拥有 150 多家连锁店，销售额几乎达到 8 亿美元的上市公司。它出售 HDTV 等离子电视机、液晶显示屏以及背投电视机、家庭影院视频和音频解决方案、家庭影院设施、DVD 影碟机和录音机、环绕立体声系统、音频元器件、数字视频卫星系统、卫星广播、个人录影机以及数字娱乐中心等。有一个独立的部门负责提供家庭影院系统、卫星电视、互联网接入系统、触屏控制和整体家庭控制系统的设计和上门安装服务。

大约两年后，激烈的竞争、液晶显示屏的价格垄断、过度举债以及一些策略性的失误，公司开始“出血”。推特的管理层曾经选择通过并购实现快速增长，从其发源地东北市场扩张到全美国，从佛罗里达州扩张到加利福尼亚州。与通常发生的情况一样，公司过多地用借来的钱为这些并购买单，却发现自己身陷资金绝境。对于零售企业来说，推特的贷款结构是典型的，但还是放大了公司问题。2005 年 7 月，推特与美国银行达成了一份以资产为基础的循环信贷融通（ABL）计划，美国银行作为银团贷款的代理人。这份循环信贷融通几乎用推特

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的全部资产做担保，最高的循环信贷资金可达 9 000 万美元，包括最高 1 500 万美元的信用证和 1 300 万美元的短期贷款。

推特实际可以借到的金额取决于一个计算公式得出的结果，这个公式以其合法现金账户里的应收款和存货附带抵押物为基础。循环信贷融通还带有格式条款，明确禁止公司发生额外的借贷行为，没有允许不得自行处置资产，不得支付红利，也不得合并或收购。它还对现金流和其他财务指标提出了最低要求，如扣减 500 万美元的储备、一定比例的客户押金以及未结算的信用证等。

同很多麻烦不断的公司一样，推特对市场份额的重视程度超过了现金流和利润。销售总额从 2002 年的 7.64 亿美元上升到 2005 年的 7.95 亿美元。同期，推特的现金流却呈直线下降，其息税折旧及摊销前利润（息税折旧及摊销前利润）从 2002 年高峰时的 4 740 万美元，到 2005 年亏损 560 万美元。

在这样的情况下，推特同意美国银行的苛刻条件贷款，似乎是件很疯狂的事情。然而在零售行业，此类贷款相当普遍，推特绕开破产的选择途径也并不多。推特可怜的现金流意味着债权人要收紧资金的发放，迫使推特将存货从 2005 年的 1.432 亿美元减少到 2007 年 3 月的 8 100 万美元。结果就是，推特同期的应收款从 2 850 万美元下降到 2 050 万美元。在表 3.1 里，请注意该公司的资产负债表如何以每年超过 20% 的速度实质性地缩水。

贷款协定打造了一个不断下旋的恶性螺旋：公司将其库存变现赔付债权人，存货很少的店面就流失了销售额，固定成本占其营业额的百分比的数值越来越高。

每过一个月，赤字都使美国银行调低了它从循环信贷融通的循环中获得贷款的数额。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 3.1 推特的资产

推特家庭娱乐集团与下属机构合并的资产负债表							
	2007 年 3 月 31 日	2006 年 9 月 30 日	2006 年 3 月 31 日	2007 年 2 月对比 2006 年 9 月		2007 年 2 月对比 2006 年 2 月	
	万美元	万美元	万美元	万美元	百分比	万美元	百分比
资　产							
流动资产							
现金和现金等价物	758.1	129.6	437.4	628.5	485%	320.7	73%
应收账款净值	2 051.7	2 019.7	2 649.1	32.0	2%	-597.4	-23%
存　货	8 096.9	10 903.9	11 095.6	-2 807.0	-26%	-2 998.7	-27%
可退回的所得税	—	900.6	889.7	-900.6	-100%	-889.7	-100%
预付款及其他流动资产	1 139.6	689.5	700.0	450.1	65%	439.6	63%
流动资产合计	12 046.3	14 643.3	15 771.8	-2 597.0	-18%	-3 725.5	-24%
土地和设备净值	6 937.8	10 207.2	10 160.7	-3 269.4	-32%	-3 222.9	-32%
长期投资	342.0	263.9	271.5	78.1	30%	70.5	26%
商誉及无形资产净值	437.6	525.1	547.8	-875	-17%	-110.2	-20%
其他资产净值	227.9	217.8	196.8	10.1	5%	31.1	16%
总　计	19 991.6	25 857.3	26 948.6	-5 865.7	-23%	-6 957.0	-26%

资料来源：公司公告以及舒尔茨资产管理公司的估计

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2006 年 9 月底，推特只剩下 1 650 万美元的贷款额度和 690 万美元的信用证。对于一家零售企业来说,圣诞季（其最重要的销售推手）临近，面对一个如此捉襟见肘的信贷周期，无疑被判了死刑。

作为结构调整的一部分，推特选择从国内的几个利润不佳的区域撤出，关闭了 49 家店面和 2 家区域性机构。为解决与业主和雇员之间的问题，已经支付了大约 2 700 万美元，预计该年度的结构调整成本还要增加 3 000 万 ~ 3 500 万美元，使公司的短期现金流更加趋紧。

为了能得到足够的现金来满足这些一次性的和持续性的支出，推特把眼光投向了其他融资来源。3 月 21 日，推特通过通用电气资本公司，用一份类似的循环信贷融通安排替换了美国银行的贷款。这份新的贷款安排提高了额度，最高为 7 500 万美元，包括最高 2 000 万美元的信用证和 500 万美元的短贷预付额度。新安排马上为公司引入了 3 530 万美元的资金。

与跟美国银行的贷款安排一样，推特用所有的资产作了很充分的担保，还必须满足各种不同的规定和限制。这些规定和限制仍然建立在其存货和扣减掉债务储备的应收款的基础上。面对推特不断恶化的情况,通用电气资本公司并没有承担太大风险。如果推特公司被清算,通用电气资本公司可以正常地将循环信贷融通转为新的持产债务人贷款，成为站在第一等级的收款人。在额度计算公式下面，它总是拥有足够安全的缓冲，即无论作为循环信贷融通的债权人，还是作为持产债务人的债权人，都不会有任何的重大损失。

推特使出了浑身解数来满足 3 月 31 日与通用电气资本公司达成的贷款规定，让自己有 1 190 万美元的额度可以使用，但是变更债权人能够带来的帮助并不能持续多长时间。由于公司的现金继续在哗哗地往外流走，很快也不能满足通用电气资本公司放款计算公式和相关

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

规定的要求。为了避开这个信贷死亡螺旋，避免按照通用电气资本公司的要求清算所有资产，推特绝望地想要得到救助性融资。对于秃鹫投资者来说，这种情况很有吸引力。

2007 年 6 月 11 日，推特及所有下属机构共同在特拉华州自愿提出按《破产法》第 11 章要求的破产申请。大量的尽职调查和为期多日的谈判后，我们的基金于 2007 年 6 月 27 日给该公司提供了 1 000 万美元的持产债务人贷款。我们把它构造成债转股的融资方式，不让通用电气资本插手。推特如果无法在其到期日（很短暂的）前偿付，债务也可以很快转为股权。这份持产债务人贷款保证我们把全部的贷款换成对应的企业所有权。

破产工作进行了几周之后，我们的持产债务人贷款协议赋予了我们抵押品赎回权。除非有人出面全部付清我们的持产债务人贷款，这个抵押品也就是推特的经营业务就归我们了。其实，收入囊中的过程并不像说说这么容易。

按照《破产法》第 11 章要求，即使持产债务人贷款的抵押赎回权，运营的公司也必须通过破产法院拍卖给出价最高的竞标者。知会所有有关的各方，并给他们举行听证或者反对交易的机会。对于推特的拍卖，银行的代表、律师、债权人、潜在竞标人以及其他利益相关方都出现在拍卖现场。这场拍卖在世达律师事务所的纽约办事处举办，约 100 人涌进了一间硕大的会议室。

我们持产债务人也混在里面，我们相信自己的报价是最高的而且是最好的。所有其他投标人在入主这家公司之前都必须先解决我们的问题，我们的持产债务人贷款是支点证券。这意味着我并不真正需要露面。由于在这样的拍卖场合情绪容易失控，我待在家里或许更好。

我还是按捺不住到了现场，只是为了经历一下接管我首次通过破

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

产交易首次整体拿到企业的这个过程。在我的职业生涯中，我曾经在那个台上见证过无数案例，但推特可能是我会被任命为董事会主席的首家企业，并需要承担起这个头衔带来的所有风险和责任。

跟预计的情况一样，整个过程变得白热化起来，大部分的喊声是我发出的。接下来的20多个小时里，各型各色的与会者在几个轮次的拍卖中，都试图以各种不同的方式把我们赶出局。我已经了解到，确实有这么一群职业清算人，其中包括来自老虎资本集团有限公司、大美国人集团有限公司以及希尔科贸易公司的代表，几乎在每一场零售企业的破产拍卖中都能看到他们的身影。

就像鬣狗不会放过任何一片能叼走的肉一样，这些企业就是通过买入零售商就要失效的存货、知识产权或者其他可供出售的资产碎片为生。我在很多其他案例中看到过这些清算者的做法。在本次拍卖中，看着他们在与各方进行谈判时的每一个步骤上如何通过相互抱团，抢占先机，这是非常有趣的事情。

除了这些清算人，在零售商拍卖现场还会有一队由业主或者他们的代理人组成的人马。一方面，这些商店关门，一些业主只能眼睁睁地看着一大笔钱从手上溜走。按照这些空间过去带给他们租金水平，他们不可能找到像这样以高于市场价格的水平接手的人。另一方面，一些业主能够搞定低于市场价格的租约，用他们转租赚钱，自己又能坐享其成。在推特案例中，好几个人在竞标争取该公司位于佐治亚的一个理想位置的商店租约。几个月之后，我们售出了这个店，获取了大约300万美元。

经历了一个漫漫长夜，几度进出拍卖会议室之后，我们终于在次日上午迎来了最后的几轮谈判。一个新问题冒了出来，无担保债权人威胁要达成一份对我们的投标的否决，除非我们同意给他们钱，让他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们离开。我认真地考虑了这次讹诈，并（通过我们的律师）告诉他们该干嘛干嘛去。

我拥有非常优秀的律师，但无担保债权人的律师似乎并没有明白我说这句话的意思。最后，我还是直接对着他咆哮，明确告诉他如果他的这些委托人继续阻碍拍卖的话，对他们不可能有任何好处。我们象征性地给了他们点补偿，只有区区 20 万美元。

在解决了这个问题后，拍卖圆满结束，我们现在可以毫不担心地用持产债务人贷款交换公司的新发股权。我们把公司名称改为新推特有限公司。重组之后，新公司将继承了原公司大部分的业务。跟大部分并购的情况一样，好消息是我们现在拥有了这份资产，但坏消息同样是我们拥有了这份资产。

拍卖刚完成，我们发现推特的首席执行官存在严重的道德问题。在拍卖过程中，他悄悄告诉我们，在没有征得合适的债权人同意的情况下，他从被查封的商店里向其他商店转移了存货。更严重的是，他后来矢口否认提供过财务公告给作为持产债务人的我们，坚称公司的财务顾问要单独为此承担责任。这些都是有事发生前的不祥预兆。

不像其他从法人重组中新生的公司能够产生出足够的现金流，为不小心犯下的错误提供转换空间，新推特的现金流甚至在破产中剥离了债务之后仍然是负数。这就意味着，哪怕再小的失误也会产生严重的后果。

让我们有信心做这次并购的原因之一，就是有出售其下属机构流金岁月音响部分股权的潜在可能性。这是一家专业从事怀旧设计款的晶体管收音机生产和销售的企业。我们期望卖出大约 1 000 万美元的价钱，这样就可以极大地降低我们购买推特的净成本。

我们真的在推特破产完成之后不到 30 天的时间里卖掉了流金岁

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

月音响公司，但是我们并没有得到现金红利。相反，首席执行官在没有获得授权的情况下，很快把钱用于给剩下的推特商店购买新的存货。我们不得不让首席执行官走人，他总是在错误的时间做出错误的决策，让本来已经困难的局面雪上加霜。新推特公司对市场经济力量产生的影响，也不具备免疫力。一年之后，新化身也在 2008 年那场吞噬了很多企业的信贷海啸中倒闭了。

无论如何，我仍然确信成功的启动债转股融资在是合理的，而且今天也是正确的。我已经投资过很多别的债转股融资，都获得了很好的结果。尽管我们在推特交易中亏了钱，但是组建它的方式帮助降低了我们巨大的风险。现在，我们仍然在收集推特二次破产过程中的清算资产，还继续从原来的交易结构中获得收益。

债转股投资通常都是购买企业最为精明的方式。一般来说，原来的债权人（他们的贷款和证券打了水漂）、次级债券持有人以及现有股权投资者都对向濒临倒闭的企业提供额外的资金没有什么兴趣。

这就意味着秃鹫债权人可以在很大程度上自己开条件，调整贷款结构去承载更多额外的激励政策，比如几分钱的权证或者其他股权补偿、高利率以及为战略性行动制定的切实的计划，比如出售或者以其他方式关闭不能盈利的部门，或者与工会谈判出更具优势的协议。低级别的债权人或者股权持有人可能不喜欢这样的交易，他们的力量有限。债转股债权人可以他们的贷款到期时威胁把他们踢出这家企业，除非他们拿到了全部的现金才会收手。

债转股投资可能是秃鹫投资者常用工具中的一种，这些贷款因而也会带有一些显著的风险。一笔无法用当前市场价格进行简单估值，也不可能马上出手的流动性很差的贷款，如果操作过程出错，其风险根本无法控制。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从最顶层来说，债转股交易有一些监管和法律上的风险。按照美国联邦银行和税法体系，秃鹫投资基金可能被归类为贷款机构，这主要取决于贷款的发起方式。对于海外投资人来说，这可能是灾难性的。他们必须受制于美国的税收政策，很可能还受到美国的银行监管。

类似地，与问题企业管理层的过多接触，使我们面对无穷无尽的对债权人优先权的法律诉讼、信托责任违法诉讼，甚至还有很可能的雇主责任诉讼。为了把风险控制在最小，秃鹫投资人需要在这些交易类型方面具备一定经验，也需要听取特别委员会的意见。

股权内斗升级，重组谈判接二连三破裂

有时候，对问题公司股票做短线投资可能是个好主意。大部分情况下，成功的秃鹫投资者必须有耐心，具有长远的眼光。这一点至关重要！通常，你会发现自己被卷入了漫长、繁复的破产程序中，要经过很久之后才能看到大结局。

那种我称之为私人股权的秃鹫投资方式甚至需要更大的耐心。在一些情况下，一家基金可以部分或者全部接管一家问题企业，一头扎进去长期持有，通过对董事会的控制，重组公司和使公司转型。这需要做大量的工作，还要避开公众的视线。

私人股权策略的倡导者声称，私人企业能够节省大量成本，不用理会公开市场要求的那些披露和合规公告。公司不再需要讨好公众股权持有者、卖方分析师、甚至包括监管者，管理层可以节省大量的时间和金钱。我的经验告诉我，简单地赶走这些投资人，不理会公共关系职能，并不是什么好主意。一旦公司再次上市，重启这些工作的代价非常高。私人股权策略的支持者也提出，平时没有类似上报季度

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收益进度这样的压力，就算做一次类似战略转型这样的大改革也很容易。我不确定，省下的钱或者所做的改进能否弥补放弃流动性很好的公共股票市场所造成的损失。也许重组后新生的公司交易量不大，这些小规模交易的利润却可能好得惊人。

像真正的私人股权基金一样，你把一部分资产安排到一个长期"锁定"的资产结构里，灵活地购买申索权。这些资产可以是银行贷款、债券，有时候甚至是股权。传统的秃鹫投资方式以很大的折扣（比如30 ~ 50美分对应1美元面值）买进一家破产企业破产前的全部贷款，然后促成一份给债券持有人股权的重组计划。

在很多情况下，公司破产重组后，破壳而出时发行新的股权。在我看来，这是最好的结果，持有流动性很好的投资总归是不会错的。按《破产法》第11章要求重组后走出的企业，完全免除了正常情况下新发行股票所需满足的证券交易委员会的注册要求，为那些刚成为公司新老板的债权人免去了很多的口舌和成本。魔鬼藏在细节里，与经验丰富的顾问密切合作，了解清楚每一次交易中能得到哪些豁免也是很重要的一点。

有时候，怀有这种想法的其他投资人可能会最终掌控整个交易，并选择让公司退市，让你做合伙老板。在生产梯子的稳耐公司(Werner Co.）的案例中，我们现在持有该公司14%的股份，其他4 ~ 5家投资基金控制了剩下部分，这就很像一个私人股权辛迪加。在这类交易中，整个团队或者辛迪加一般都将一起被锁定，直到把公司卖给另外的私人买家，或者首次公开发行上市。

这样的情况往往都会有个很不错的结果，尤其是其他老板也都具有类似眼界的秃鹫投资者。有时候，每个投资人都会有自己的策略，也就是对于如何让公司盈利、什么时候卖出、卖多少钱这样的问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

每个人的想法不一，最坏的情况是：新股权持有人中，破产前的原始债权人占的比例太大，而且他们当初都是以面值购买的债券。原始债权人的成本基础与以很大折扣价格买入的秃鹫投资人之间存在天壤之别，股东内部的矛盾不可调和。对于是否出售公司以及以什么样的估值出售这样的问题，投资人很难达成一致。

举个例子，5兄弟每人出10万美元一起买下一幢房子。房地产市场出现大跌之后，一个兄弟退出了，把他的那一份以5万美元的价格卖给了一个兄弟。等到要卖房子的时候，剩下的这4个人可能就无法对价格达成一致——其他兄弟或许会愿意以6万或者7万卖出他的那一份，但是其他人不会愿意蒙受亏损。在其他兄弟可能想要花钱维修或者重新装修房子，以吸引买主的时候，那3位兄弟可能就不会愿意再在房子上面花更多的钱。

就像上面那个功能失调的家庭，早期的债权人通常不愿意继续投钱，来改进公司的绩效，使它更有卖相。他们把任何额外的投资，都看成是填窟窿。可能董事会里的争吵旷日持久，传达给管理层的信息就像糨糊一样混沌不清。甚至，可能会在错误的时间以错误的价格卖出。

我们投资的私人股权交易案例里，布里德公司就是这种情况。布里德公司是最先开发出汽车安全气囊的企业，并于2000年陷入了困境。当时，它是世界上最大的方向盘生产企业，第三大的安全气囊和汽车安全系统提供商。它的客户包括大部分主要的汽车原厂设备生产企业。

2000年，布里德公司的营业收入约14亿美元，息税折旧及摊销前利润约1.16亿美元。然而，公司因不断膨胀的债务而陷入困境。公司用信用贷款实施了多起高价的并购。当我们开始注意布里德时，它的债务超过了11亿美元，包括美国银行牵头的银团贷款逾6亿美元，9.25%利率的垃圾债券3.3亿美元以及贸易索赔以及津贴负债缺

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

口约 1.33 亿美元（见表 3.2）。布里德公司自愿选择重组，把它的高等级银行贷款，包括我拥有的银行债券，转成私人股权。尽管布里德竭尽全力把债务减少到只有 1.51 亿美元，但是新的私人股权持有人（主要是前债权人通用电器资本公司和万坎普基金公司）没有兴趣长期持有这些股权。鉴于两家公司持有了绝大部分的私人股权，通用电气资本公司和万坎普于 2003 年强行通过一项决议，匆忙地把布里德卖给了凯雷集团。对于一家盈利不错而且基本上没有债务负担的汽车行业供应商来说，我认为成交的价格显然过低了。

表 3.2　布里德的资本结构

2000 年 10 月的资本	债务总额（百万美元）	账面价值（百万美元）
债务及其他负债		
持产债务人贷款（最高 1.25 亿美元，美国银行）	35.0	35.0
美国银行贷款		
长期贷款 A，最高 3.25 亿美元	209.6	218.2
长期贷款 B，最高 2 亿美元	134.1	139.9
指定用途破产后贷款	175.0	175.0
循环信用贷款	85.8	85.8
信用证	2.5	2.5
短期贷贷款	0.1	0.1
无担保高等次级票据 9.25%，2008 年 4 月到期	330.0	345.3
贸易索赔	125.2	125.2
津贴缺口	7.3	7.3
总　计	1 104.6	1 134,2
减现金	-14.4	-14.4
净债务	1 090.2	1 119.8

资料来源：公司公告以及舒尔茨资产管理公司的估计

结果，与其他私人股权持有人一样，我得到了用来交换我们所持有股份的现金，每股 12.25 美元。

这个金额只是企业总价值 / 息税折旧及摊销前利润的 4.77 倍，比

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

条件类似的汽车供应商的平均倍数 5.01 倍略低。从交易的委托声明中可以清楚地看到，德尔福公司曾经报出以大约每股 18 美元的价格购买这个公司。该报价包括的偶然因素比凯雷的报价更多，因而被布里德回绝了。

我得承认，对这个结果我也有过失。因为我委派了一名董事(吉恩·斯托勒）进入布里德公司董事会，而在这个过程中我并没有跟他保持紧密的联系。

布里德和推特的这两次经历让我明白，参与未来的私人股权交易之前，一定要想得远一点、深一点。我还是偶然采用这种策略，但总体上只要有可能，我还是更喜欢流动性更强的投资。尽管如此，如果潜在的回报能够大于内在的风险，那么进入流动性稍弱的私人股权型投资也未尝不可，这是秃鹫投资取得成功的最佳方式。有时候流动性稍弱的投资带来的潜在回报可能更好，一般没有经验的投资人不会沾手这类交易。

热锅上的金融衍生品

最近几年，不少秃鹫投资基金开始采用金融衍生品来对某个公司估值。这种策略就包括信贷违约掉期（简称 CDS，为了保障贷款安全，贷款人支付保费向保险公司投保。若借款人违约，由保险公司代偿。——译者注）。信贷违约掉期能让投资人对与自身不相关的公司押上大赌注，而不用真正买进所对应的债券或者银行贷款。

跟大部分衍生品一样，这种想法的本质就是“杠杆”，即以相对小的投资博取较大的利润。我小试过这种对秃鹫投资来说还相对新鲜的方式。绝大部分时候，我还是一直都很清醒。衍生品工具增大了潜在利润，但也增加了风险。你不仅对赌公司偿债的能力，还要与交

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

易对手博弈。这种对手的风险很难量化，尤其是信贷违约掉期投机主力之一的对冲基金。一般来说，对冲基金持续不断地交易他们手中的信贷违约掉期。一直到最近，监管者的态度很坚决地控制风险，但他们通常还是不情愿通知原始的买家或者卖家那些交易对手的变动情况。

在 2008 年和 2009 年的金融危机期间，这些风险完全暴露无遗，把“衍生品”变成了一个肮脏的词汇。雷曼兄弟崩盘，很多从该公司购买问题债券衍生品的基金也自身难保，有些基金甚至根本不知道他们在与雷曼兄弟或者其他后来证明很有问题的对手交易。

2011 年，希腊濒临破产，国际互换和衍生工具协会（ISDA）发表了一个意见，以 50% 的对折价交换希腊主权债务的计划。按照信贷违约掉期合同，这居然不算违约。因此，信贷违约掉期保险的意义就彻底存疑了。如果保险不在你蒙受巨亏的时候赔付，那你为什么要争着抢着购买它呢?

结算规则也是信贷违约掉期市场需要面对的一大问题。现在交易者有可能以现金而不是交割基础债券进行结算，这也只是在 2005 年和 2006 年间几个大破产案引发了巨大的混乱之后，才被提上议事日程。破产案包括汽车零部件制造商德尔福汽车部件公司和西北航空公司。要知道，交割基础债券导致了一些离奇的结果。

2005 年以前，当一家公司资不抵债，或者以什么原因宣布破产的时候，市场一般都会攻击其债券。随着信贷违约掉期市场膨胀，衍生品“尾巴”开始对着债券市场“狗”摇动。当“信贷事件”（诸如破产申请）触发了信贷违约掉期合同，买家不得不通过实际交割所对应的债券，从而获得信贷违约掉期的赔付，而赔付的金额是债券的全部面值。由于承保债券的衍生品池子远远大于供给，赔付申请对这些证券产生巨大的需求，甚至会推高低等级的、赌输一方债券的价格。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因此，我不得不对我们的投资人解释，为什么我们会在做空西北航空、布里德汽车部件公司以及另外一家汽车零部件供应商柯林斯—艾克曼的低等级债券上面亏钱。在那些公司破产时，我曾经以为这些债券没有任何价值。这些债券根本就没有足够的价值分配给低等级的债权人。在这些案子上，我在预期他们破产方面做对了，但是我没能预见衍生品结算会驱动这些基础证券大涨。无论如何都无法用经济理论来解释这种现象。

比如，在德尔福的破产中， 50 多亿美元的信贷违约掉期合同所对应的实际债券只有约 10 亿美元。交易者都拼命想要交割这些债券，马上就将一文不值的债券从 30 美分对应 1 美元面值的价格推升至 80 美分，甚至 90 美分。为了防止全面陷入混乱，必须给交易者作出特殊安排，放弃合同必须以证券来做结算的要求，改用现金替代。后来，以现金结算就成为了一种常态。

结算规则突然发生变化已经过去 10 多年了，我仍对衍生品市场敬而远之。这个市场还没有真正成熟，风险不可控制。当研究分析一家公司长期基本面时，最好还是坚持用证券，而不要用衍生品，这些东西仍然还没有经过完全的测试，还没有发展起来。2008 年金融危机后，监管者进一步收紧了衍生品市场，使他们的危险性比投资问题证券更大。

衍生品或许是获取杠杆的最强大工具，但大多数秃鹫投资人对杠杆还是唯恐避之不及。他们知道，这种方式是造成公司陷入困境的首要原因。

多空结合交易是问题证券投资的另外一种方法。使用这种策略，投资人做多发行人的高等级证券，做空比较次级的证券，以对冲证券下跌的风险。因此，投资人承担相对较小的下行风险获取相对持续的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利润。很多投资人经过多年摸索，通过提高杠杆率增加回报，从而把这种方式又向前推进了一步。但杠杆并不总是如人所愿，通向成功的道路上，铺满了秃鹫投资者的尸骨。他们大多对问题债券多空组合进行过度杠杆化的处理。在2008年的信贷危机期间，证券交易委员会甚至一度把做空一定数量公司的行为判定为违法。因而，我喜欢把多空交易清清楚楚地分开。我宁愿完全做多，或者完全做空，用不着假装已经对最初的头寸做了某种程度的对冲，进而证明杠杆的合理性。我通过控制头寸的规模管理组合的风险。

主动对管理层新的重组计划施加影响

不管采用怎样的策略，秃鹫投资者基本上都是主动的投资人，他们很少袖手旁观，坐等事态恶性发展。主动本身可能就是一种策略。一般来说，在破产期间，问题企业的债权人组成一个委员会代表他们的利益。不同资产等级的持有者所获得的利益也存在相当大的差异，银行、债券投资人以及贷款投资人都在为了最好的还款安排博弈。

假设你处于某一债权人阶层，或者任职于一个由许多相同想法的投资人组成的财团，拥有34%的证券，你就可以按照破产法规到达“狙击位置”。在与债务人谈判重组计划的时候，这赋予了你发挥影响力的权利。在“狙击位置”上，你可以义正言辞地反驳任何你不同意的计划。最好购得三分之二以上的该等级未偿付证券，你就可以完全掌控局面。无论是现金赔付，还是债转股，你都能把你的观点强加给其他债权人。

积极主动并不限于债权人间的破产谈判。无论你拥有多少破产后的股票，你都可以通过董事会或者其他方式对新的重组计划施加

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

影响。对于一家重新上市的公司，在某一段时间里，市场通常继续对它的股票大加挞伐。那些在破产申请递上后放弃了对其研究的分析师来说，重新捡起来也需要点时间。因此，新股票被低估，你能够很便宜地构建起巨额的头寸。最理想的情况下，某家公司完成破产重组后，撇清了所有的旧债，拥有足够的现金流，资产负债表灵活而舒服。出于税收的考虑，它甚至会想办法结转破产前的营业亏损净值。这意味着至少几年之内不用缴税，甚至 10 多年都不用缴税。

作为主动投资人，你采用代理权争议或者持股人提案的方式，促使公司有步骤地拉升股票价格。你可以鼓励管理层和董事会同意支付特别红利、回购股票，甚至清算或者卖出公司。大部分人会忽视这些机会，而这些机会就有可能带来最令人兴奋的而且丰厚的利润。过去几年，我们这个策略一直比较成功，但并不总是轻而易举得来——公司管理人员往往会采用各种手段，明里暗里进行抵制。

温迪克西商店（Winn-dixie Store）就是个很好的例子。这家公司以美国东南部为根据地的连锁超市，2006 年减掉 9 亿美元债务之后，从破产中复出，以前的债券持有人得到了公司新发行的股票。当时，管理层在公司完成重组后，提出了一份很好的连锁转型商业计划书。这个计划的中心落脚点在于发起一场在现有店铺基地进行再投资的新战役。随着经济形势的变化，这个计划却没有跟着变。

温迪克西的历史可以追溯到 1913 年，距今已有 1 个多世纪。

当时，两位创始人卡尔·戴维斯和他的兄弟威廉·密尔顿开始了在克拉克百货商店的打工生涯。第二年，威廉·密尔顿买下了这家店，随后在整个佛罗里达又购买和新开了很多家店。1944 年，公司从温—洛维特公司购入了 73 家店，并统一采用了那这个名字。1952 年，公司在纽约股票交易所上市。1955 年，公司购买了 117 家迪克西家居商店，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最终改名为温迪克西商店有限公司。1969年，温迪克西经营着715家店。2003年，美国东南部和巴哈马地区的店已经增长到1 073家。

两年后，人们经常在零售业破产案例中看到的两种情况再次浮现：流动性趋紧和过度举债。2005年2月21日，温迪克西和它的23家分公司申请重组。

公司宣称，长期流动性的限制，使它无法持续不断地重新改造店面和开设新店，竞争优势丧失殆尽。2005年6月，公司宣布了重新构造业务运营的计划，减少325家店的"营业面积"，关闭3家配送中心，削减22 000人（相当于28%的员工）。2006年11月21日，公司从破产程序中复出，新的资产负债表作了非常大的去杠杆化调整。按照它的重组计划，温迪克西给债权人派发了5 400万股纳斯达克上市的新普通股。几年之后，我更活跃地参与到了公司里。

温迪克西重组后的策略聚焦在重新装修已有的店面上，耗资巨大。从2007年的财政年度开始，公司重新装修了各地区大约一半的门店（250家），力图把"新鲜和本地化"主题贯穿市场。结束于2011年6月30日的5个财政年度里，温迪克西投入到这个行动上的资金超过了8.25亿美元。重新装修过的商店，换上了整洁、现代和有吸引力的背景以及高效率的平面布局，很显著地增加了业务和收入。

但新增的销售并没有让温迪克西屡创新低的现金流有所改善。表3.3所示，公司拥有不错的营业收入，每年70亿美元上下。对照很低的息税折旧及摊销前利润，公司销售收入中的每1美元只产生了1.7美分的现金流。超级市场的低利润是名声在外的，但肯定还有改进的空间，因为可比公司的平均息税折旧及摊销前利润的毛利水平接近4%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

甚至在2008年经济衰退开始之后，温迪克西管理层还在坚持重新装修的计划。2010年9月，它不得不削减这个计划了。公司还公布了一项重组计划，关闭30家店，遣散了大约120名员工。2011年6月，它在东南部拥有大约484家商店、75家酒类商店、6家配送中心、1家饮料生产企业以及保险公司。2011年提供的就业岗位大约47 000个，其中56%为兼职，44%是全职。

2009年11月，温迪克西商店完成重组，销售收入急剧增加。我开始向公司施压，要求派发特别红利，或者回购相当数量的股票，让留下来的这些股东能够从其较高的收益中分一杯羹。公司高管和董事会成员接见了我和我的助手。

一开始，他们对我们的建议表现得不屑一顾，对我们关于管理层薪水（2008年是1 500万美元）和津贴的尖锐问题不作正面回答。这些问题包括首席执行官彼得·林奇的私人飞机，他的家族每年还额外拿走50万美元的场地租金。在年度股东大会上，我面对面问在任的公司法律总顾问拉里·阿佩尔有关林奇使用飞机的情况时，他看上去已经有些恼羞成怒了。

在我把股票回购的建议公开后，管理层组织了一次股东和分析师参加的电话会议。我在电话上等着提问题的机会。然而，几个人问了很多问题，但我的名字似乎从来没有出现在等候的队列里。

在提交2010年第三季度报表时，管理层召开的另一次电话会议又发生同样情况。

我检查了电话会议的交换机（系统的工作完全正常），并比较了相同遭遇的另一位大股东的笔记。我们得出的结论是，公司高管偷偷摸摸地关闭了持不同意见股东的麦克风。

在佛罗里达总部召开的2010年年度持股人会议上，温迪克西管

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 3.3 温迪克西历年的财务状况

财 年	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
	（百万美元）								
收 入	11 026.4	7 361.9	7 005.2	7 193.9	7 201.2	7 281.4	7 367.0	6 980.1	6 880.8
息税前利润	303.1	19.4	-115.9	-157.6	-28.1	13.3	63.8	48.2	-2.3
息税折旧及摊销前利润	469.5	187.9	34.6	-27.8	79.4	101.8	164.2	150.8	114.0
息税折旧及摊销前利润毛利率	4.3%	2.6%	0.5%	-0.4%	1.1%	1.4%	2.2%	2.2%	1.7%
利息支出	26.5	24.3	33.2	12.0	1.4	-3.1	5.0	4.7	7.2
息税折旧及摊销前利润 / 利息	17.7X	7.7X	1.0X	-2.3X	56.9X	-33.2X	33.0X	32.4X	15.8X
资本支出	176.7	203.6	111.5	30.5	92.4	201.7	215.6	187.7	79.2
息税折旧及摊销前利润 − 资本支出	292.8	-15.7	-76.9	-58.3	-13.0	-99.9	-51.3	-37.0	34.8
（息税折旧及摊销前利润 − 资本支出）/ 利息	11.1X	-0.6X	-2.3X	-4.9X	-9.3X	32.6X	-10.3X	-8.0X	4.8X
净收入	236.1	-50.8	-691.3	-361.3	300.6	12.8	39.8	36.8	-29.8

资料来源：公司公告以及舒尔茨资产管理公司的估计

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理层还想用同样的伎俩压制反对意见。

门前停放的警车很自然地产生这种基调。证券交易委员会否决了公司不采纳我的提案的请求，我们设法获得了足够的授权，提出了薪酬意见的提案，让股东能对高管津贴施加影响。在年会议程上，管理层还试图瞒着董事会用一份他们自己打了折扣的报告瞒天过海。

我起身提出了一个直指这个对公司管理规则肆无忌惮的违抗的问题，但是被告知我只有 2 分钟的发言时间。

最终，董事会薪酬委员会的一位委员注意到了大家对这个不应有的插曲的兴趣，坚持认为我应该继续发言。股东投票以一边倒的优势支持我们有关公司治理的提案，尽管管理层偷偷摸摸地想尽一切办法进行阻挠。

在后来同样的会议上，我就股票价值质问首席执行官：为什么在公司的破产信托基金派发另一笔 650 万股给债权人后，导致以前的贷款人一窝蜂地疯狂抛售股票，使股价在 2010 年下跌了 50%？彼得·林奇的脸涨得通红，他的双脚在鞋子里蠕动着。他声称，对 6.5 美元的股票价格是否合理无可奉告。当时，这只股票以不到 2 倍的价格与现金流之比尴尬地交易着，而其他的百货连锁股的比值是 5 ~ 6 倍。

我最初的努力并没有收到什么成效，但我确实让管理层和董事会开始关注公司的资本支出。主动战略起到的结果是，温迪克西的管理层把原来计划的资本预算削减了数千万美元。

2011 年年底，公司宣布出售给毕洛（Bi-Lo)。毕洛是一家由私人股权集团孤星基金（Lone Star Funds）拥有的百货连锁企业。成交价格为温迪克西当时的交易价格溢价 75%。

这是个不错的开端，但我对 5.6 亿美元的售价还不是完全满意。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因此，我的公司提起了一次股东集体诉讼，状告温迪克西和它的董事会，以低于公司真实价值的价格匆忙出售，违反了其应尽的道义责任。

这场诉讼提出了出售程序不公平和自作主张交易，使温迪克西普通股以每股 9.5 美元现金的低价格出售。在我看来，真正的溢价率远不到公司声称的 75%。我最初的理由是，公司在出售时公布的账面价值为每股 14.98 美元，2011 年 7 月的股票交易价格达每股 10.08 美元。与此同时，几位股权分析师为温迪克西设定的目标价格是 11.00 美元。

商业估值的基本原则也很明确地显示出，温迪克西的每股价值远超过 9.5 美元。本次温迪克西估值为息税折旧及摊销前利润的 2.75 倍，只占竞争对手 2011 年 6.58 倍的一个很小比例，而全球性的超市并购交易的倍数中值是 7.9。

另外，温迪克西的董事会同意了苛刻的交易保护条款，我确信这些条款会阻挠甚至排除其他竞购公司提出的更高报价。

这些条款中包括了 1 960 万美元的终止费，规定温迪克西接受了其他的报价就必须把这笔钱支付给毕洛。董事会还同意将竞争性报价通告毕洛，并允许它进行反报价。并购协议甚至还包括“限售”规定，禁止温迪克西发起、寻找或者鼓励更高的报价。

拟议的交易不仅有利于减少毕洛购买普通股的费用，而且有利于不少温迪克西的内部管理人员。他们假公济私的出处在于，这项交易触发高级经理人员雇用协议中的控制权变更条款，将带给这些内部人士数百万美元的意外收入。任何的售卖可能都是这样的情况，付给股东价钱的多少与内部人士的收入之间可能不会有什么关联，但还是给了温迪克西的管理人员拿着钱跑路的动机。

对于这次出售业务，温迪克西的独家财务顾问恰好是高盛，而高盛曾经在几起交易中代表孤星基金，还作为投资人加入了孤星基金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这就造成了更大的利益冲突。

我的公司向法庭发起法律诉讼（详见附录Ⅳ），拿到了温迪克西不得进行交易的禁令，迫使温迪克西的董事会把公司放到市场上寻找更好的价格，使股东的价值实现最大化。

温迪克西最终大大地改善了委托披露情况，交易确实也终止了。这次诉讼也让股东更多地了解了温迪克西运行情况，使他们在决定如何行使投票权的时候能有足够的信息支持。在写作本书的时候，诉讼的结果仍然悬而未决。

主动出击的策略要获得成功，你不能只是为了主动而主动。关键在于通过辛勤的基础研究和分析，找出某种能够改变的东西，为你所持有的证券提升价值。作为你尽职调查的一个延伸，你得说服别人相信你是正确的，并在适当的时候引入财务顾问和法律顾问。

如果你很了解这家公司，你可以强势而且自信地批评那些自私或者无能的经理人，以身作则地改变那些甚至人数更多的悲观主义者。无论参与债权人委员会、参与委托权操控、还是与公司的管理层交流，你都需要做好功课。

尽管秃鹫投资方式可能涉及各种复杂而且离奇的策略，但是我相信，简单是秃鹫投资者最好的朋友。从本质上来说，投资问题企业本身就已经是一个复杂而且危险的活动，一般都将在破产法院结束。记住，问题企业的问题总是有原因的，就算那个原因仅只是他们欠了太多的债。

你的目标使你成功的机会最大化，同时让内生性的风险最小化。你的手段越简单，效果就越好。如果可能，你最好坚持流动性，坚持最单纯的投资。采用这种方式，你就有足够的灵活性。即使在风向背离你，或者鬣狗来抢吃你的午餐的时候，你也能瞬间改变策略，继续寻找更好的机会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

债转股投资可能是秃鹫投资工具的一个重要部分，但这些贷款带有与生俱来的风险。如果这些没有流动性的贷款出现问题，你无法简单地利用当前的市场价格进行估值，也无法快速出手。

尽管衍生品或许是获取杠杆的最强大工具，但大多数秃鹫投资者对杠杆还是唯恐避之不及。因为他们知道，这种方式通常是造成公司陷入困境的首要原因。

我们偏好把多空交易清清楚楚分开。我宁愿完全做多，或者完全做空，不用假装已经对最初的头寸做了某种程度的对冲，进而采用杠杆手段。我通过控制头寸的规模来管理组合波动的风险。

主动出击的策略要成功，你不能只是为了主动而主动。关键在于通过辛勤的基础研究和分析，找出某种能够改变的东西，提升你所持有的证券的价值。作为你尽职调查的延伸，你得说服别人相信你是正确的。

问题企业的投资可能涉及各种复杂而离奇的策略，但我相信，简单是秃鹫投资者最好的朋友。从本质上来说，问题企业的投资已经是一个复杂而且危险的活动，通常在破产法院结束。记住，问题企业的问题总是有原因的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

The Art of Vulture Investing

Adventures in Distressed Securities Management

4

合格秃鹫投资者的内部管理

有一群人并不富有，却是多家世界500强企业的股东，虽然只持有几十股，但这并不能妨碍他们成为股东大会的主角。他们是成心捣乱的无赖、认真负责的股东，还是放浪桀骜的秃鹫投资者?

和任何其他投资领域的情况一样，秃鹫投资者最重要的工作之一就是，每日从组合里剔除亏损的头寸，把稀缺的资源重新投向剩下的有利润的交易里。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为了生存，秃鹫必须飞得很高很高，以便能够获得大范围的观察视野。它们必须不知疲倦地长时间伫立在那里……一些种类的秃鹫，尤其是那些体形较大的秃鹫，绝对可以在大风天的清晨飞离栖息地，翱翔数海里。它们白天都在空中盘旋，夜晚才返回栖息地，整个过程连翅膀都不用拍一下。

——路易 - 比埃尔 · 穆拉（Louis-Pierre Mouillard）

《空中帝国：关于鸟类飞翔的鸟类学论文》

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

秃鹫投资者的日常生活可能是乏味的。就像秃鹫要找到一具诱人的动物腐尸绝非易事，它的大部分时间都栖息在树上，注视着并等待着，或者在空中盘旋，扫视着大地。秃鹫投资者非常忙碌于寻找投资的机会，筛选适合并购的对象，拜会管理团队。当完美的机会出现时，你才能猛扑上去狠咬一口。

沃伦·巴菲特曾说："永远不要投你搞不懂的业务"。我为这个原则制订了我自己的指南：除非我确信自己完全弄清楚了，否则我不会做任何投资。在平常的投资实践中，这就意味着我得花很长时间，才能做出投资决策。

公司不会一夜之间陷入困境。一般来说，公司倒闭、申请破产的过程总会有几个月、几个季度，甚至几年。这么长的时间间隔确保了我能深入到潜在的投资对象内部。

有时候，公司重组完成，债权人掌控之后，等待也是有意义的，而这个过程可能是一年甚至更久。首要目标是以最有吸引力的价格投资，这个价格要能够为你提供显而易见的安全边界。你冷眼旁观，掌握了你能了解到的某一个公司的全部信息。当价格合适的时候，你就能很快下手。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你要记住帕累托法则，也称二八定律，意思是在大多数情况下，大约 80% 的成绩来自于 20% 的工作。行为经济学研究证实，二八定律也适用于投资领域，最成功的投资人赚得的利润来自他们所做交易数量中的很小的比例。

这就意味着任何组合的头寸中，占很大比例的部分要么拖绩效的后腿，要么对绩效的影响呈中性。跟任何一个投资领域的情况一样，秃鹫投资者最重要的工作之一就是每日从组合里剔除亏损的头寸，以便把稀缺的资源重新投向剩下的有利润的交易里。

投资谈判：阅读和记忆信息最多的人

我的投资一般从产生想法开始。这些想法来自于很多途径，包括行业接触、公司顾问团的成员、与我关系良好的律师、华尔街投资银行家、合作投资人以及我的员工。

事业初期，我把大部分时间花在对投资机会做基础性的基本面分析上，包括使用电子表格对很多问题企业估值。工作一旦启动，我就会大约每 2 ~ 3 周对目标公司进行一次分析。经过了 15 年的行业历练，我通常只需要约 2 ~ 3 天就能达到同等水平的理解程度。

这个阶段，我最重要的工作是谈判。这些谈判涉及的范围很广，从与某一个交易方关联的银行贷款或者股权交易，到复杂的并购交易，或者在我供职于债权人委员会的时候参与制订重组计划等。我典型的一天的工作内容包括与这些负责交易的律师或者投资银行家举行的几个电话会议。我还经常与我所供职的那些公司的其他投资人进行交流。谈判越是复杂，我请来帮忙的顾问和专业人士也就越高端。

在任何的交易谈判期间，让自己尽量成为所有牵涉到的人中最为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

明智的那一位，至少是了解信息最多的那一位。否则，你很可能就是输家。引用巴菲特的话（摘自于他 1987 年致伯克希尔—哈撒韦股票持有人的年度信函），“实际上，如果你不能确定你对业务的了解和估值远胜于市场先生的话，你就不是属于这个游戏的人。”正如他们在牌局中说的，如果你已经打了 30 分钟都还不知道谁的牌最差，那就是你的牌最差了。

在投资过数千家企业（研究过的还远不止这个数）之后，我知道如何在正确的时间提正确的问题。我把经验和见解两者都带到谈判桌上，这就是我真正的优势。

现在，有一个经验丰富的专业团队辅佐我，我还是要花费大量时间研究已经陷入困境，或者正在陷入困境的企业。这其中包括了那些非常脆弱的行业，诸如电信、博彩、汽车制造以及那些受大量民事诉讼责任影响的企业（比如石棉，详见第 7 章）。

财务出问题的企业，尤其是那些涉及某种司法重组的企业，一般都会提供相对大量的信息供公众查阅。除了来自年度公告和证券交易委员会上报材料上的数据，比如 10-K 表和 10-Q 表的基础数据，我们还会收集重组方案、与诉讼相关的法庭文件、往来报价的文件、公司的新闻通稿以及所有相关的报道文章。

大部分人认为投资问题企业比正常的企业风险更高。我相信，问题企业公布的那些额外的公开信息，可以帮助我降低风险，让我占尽先机。我必须阅读很多东西，就通过快速浏览这些内容，吸收尽可能多的信息，默记重要的细节，随后进行评估。有些同事称呼我为速读者。

几年前，欧文斯·科宁申请破产，它必须向法庭提交包括主要业务资产投保的保单的证据。这自然就成为了众所周知的事情。我发现，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司拥有 5 架飞机，即使价值不值数亿美元，也值数千万美元。

多年之后，在欧文斯·科宁完成重组并在纽约证券交易所重新完成上市的时候，我利用了这块被埋没的金子。在那次买方分析师大会上，我让其他与会者刮目相看，他们始终想不通我这些信息是哪里来的。

当时我问欧文斯·科宁的高管，他们最终是不是卖掉了公司的机队。在知道他们没有卖之后，我当即决定，是时候卖出股票了。

布里德公司是一家发明了汽车安全气囊的企业，也是一个有心的问题企业分析师可以得到并以资利用的有趣例子。在申请破产的时候，布里德用提交所有银行流水单和取消的支票副本，以这种简单的方式来满足破产银行法庭的每月财务申报要求。

这项工作很无聊，但是阅读这些文件能够提供给我真实的数据。比如公司总部的景观维护上面真正花了多少钱。我能够凭这些信息判断，管理层有没有在挥霍投资人的钱。而且，他们确实挥霍了。

有些时候，认真研究的结果能够让我很好地跑赢大势。我以一种很令人尴尬的方式意识到这一点。大概 10 多年以前的一次伦敦产业大会上，当时我作主旨发言。

那个时候，航空产业经历严重衰退，我的企业成功地做了很多卖空航空股票的交易。高燃油费、毫无道理的高负债率、不可持续的历史负债、高资本支出要求、惨烈的竞争环境都会迫使航空公司重组。很快，似乎每一家被我们做空的航空公司不是马上申请破产就是根本没了踪影，而美国航空是最后一家还存在的大型传统航空企业。

我对自己关于航空企业的负面判断持有很大信心，在大会发言中明确提到了这家公司的名称。“记住我说的话，”我告诉 100 多位与会者，“不出 3 ~ 6 个月，美国航空公司就申请破产。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我发现自己食言了，美国航空公司的高管说服航空工会同意庭外重组。结果是，公司成功地采用拖延战术，又苟延残喘了10多年。2011年11月，它屈从于这个宿命。

研究报告：收集资讯，建立估值模型

除了公开的信息来源，我和同事们要汇总许多从相关人士那里获得的资讯，包括目标公司的关键管理人员、行业竞争对手的高管以及供应商、律师、投资银行家、证券的持有人大户、行业分析师，偶尔还有在本领域具有丰富经验的其他投资人。我们也透彻分析管理层和机构持股情况。

我们采用这些外部资源强化内部的程序，但我们公司内部几乎完成了所有研究。大部分时间里，我把这些分析成果加载到财务模型数据库上，对这些想法进行评估。目前，我们的数据库涵盖3 500多家国内企业。这些企业都处于问题企业的各个阶段，从濒临破产到重组完成。所有这些内容我都会按照法规和立案的情况及时更新。

在将每一拟议中的投资都在数据库里跑过一次后，我团队中的一位成员通常会起草一份研究启动评估说明。评估工作一般涵盖几个因素，包括投资机会的性质、对基本业务的概括性描述以及可对比公司和行业总体情况的分析。

评估包括了详细的公司资本结构分析、对其收益和现金流的预测。我们也看公司的当前估值，其潜在的清算价值以及我们在破产中实际能够收回的现金。最终，我们考虑所建议交易的细节，包括我们参照涉及风险拟定的内部回报率（IRR）期望值。

我们公司的投资委员会通常每周开会讨论这些研究评估说明和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

估值的模型。委员会鉴别出很多需要进一步进行调查的问题，这些问题的结果在下一次会议上讨论。有时候，我们会很快做出一项投资决定，但一般一个想法要在委员会上讨论好几次，才会正式进行交易。

在批准一项投资之前，我通常会派一名员工准备一份特别说明，对实现预计的价值所需要的时间给出一个有依据的预测。这份预测要考虑的内容大致有干扰事件、诉讼、谈判以及其他影响价值和准备时间的重组流程。

在其他公司里，投资流程并没必要如此公开。我听到了很多关于一位著名投资经理的趣事。他的办公室就在离我不远的地方，他对自己的资产组合里有什么东西一点都不透露给他的分析师。就像一种很生动的说法所说的，“把自己的分析师扔进一间黑屋里，像对待蘑菇一样往他们身上浇大粪”。

在他的公司里，团队成员只是每天都去上班，给他提供研究报告，相关的结果得不到任何反馈。成员也从来不知道，经理是否按照他们的投资思路进行操作。在我看来，这种做法没有给成员提供任何在专业道路上进步的机会。

投资委员会的会议既可能有趣而富有挑战性，也可能无聊甚至是火药味十足。然而，大家都有自己的贡献，人格魅力也发挥影响。比如，在完成一家企业的艰苦研究工作之后，刚从商学院毕业的新分析师在陈述想法的时候往往会堆砌细节，不懂怎么使用这些材料。

不只一次，一位年轻的分析师在会议开始的时候推荐做多一家公司，但是会议接近尾声时又说做空同一家公司。这种逆转可能很有趣，但它显示出某种程度的信心不足，不太可能说服其他与会者按照他的推荐采取行动。

有时候，经验丰富的分析师也会被困在大局概念里，忽略对重要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基本面的看法。我鼓励委员会在这两种极端中寻求平衡。对投资要有很好理解，又不要太深入地钻到数字里，以免遭遇我们称之为“分析偏瘫”的风险。

以我的经验，最好的分析师是最不自我中心的人。他们对工作怀有真正的热情，花很长时间研究问题，寻找有关那些他们正在研究的问题企业的答案。从长远来说，这个竞争性的市场越来越完善，那些不具备这种热情的人，进入这个市场只是为了寻找金钱刺激的人，大多只能以失败告终。

交易头寸：主动 vs 被动≤1：4

一旦投资委员会同意建某家企业的头寸，我们就得决定要做哪种类型的头寸。我们公司的 80% ～ 90% 投资都采用被动交易头寸，而且持有时间较短。

一般情况下，我们鉴定一个具体的催化事件，认为它对公司不同的证券价值产生显著影响，就采用被动交易头寸。这样的事件将会大大增加实现我们收益目标的概率。

有时候，催化剂是破产申请，也可能是主要评级机构调低问题企业证券的评级。在问题债券市场，评级下调造成价格失灵。很多持有这些债券的人必须卖出，以满足内部或者外部强制性的投资政策要求。这种被迫的出售程序给了我们以大折扣购买证券，并长期持有的机会。

我们公司也寻找这类遭下调评级公司的证券。我们相信该公司很快就将申请破产，或者以其他方式重组，而市场还没有看出问题的端倪。因为企业的价值和所有权将转给高等级的贷款人，我们也会做空公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的股权或者低等级证券，期望这些证券在未来的重组中会剧烈下跌。

有时候，被动交易头寸也卷入到主动头寸中。这意味着，我们被直接卷入了重组的过程。一般而言，我们希望触发催化事件，提高实现高于平均回报水平的概率。主动头寸要求我和我的同事付出更多的时间和精力，我们只会在期望一个更大利润的时候采用。

我的公司只在使出了浑身力气，已经对某个公司的情况和投资回报潜能作了深入分析，再对可能存在的当前策略和预期的时间框架进行研究后，才考虑这种长期的主动头寸。考虑到投入的时间，我们一般把主动头寸限制在整个组合的 20% 以下，甚至 10% 以下，这也不是一成不变的。

主动参与或许包括在重组过程中加入债权人委员会，你很可能供职于重组后企业的董事会。在这些情况下，我的公司凭借自身的能力以及与其他投资人协作，对破产重组施加影响。与我们合作的投资人合计持有的头寸数量，必须足以在该资产等级（通常是债券或者银行债）进行狙击行动，或者取得控制权。

对于我的公司来说，理想的状况是加入债权人委员会，还处在这个过程接近尾声的时候，即支点证券价格出现大跌，我们买入了投资头寸之后。这就意味着，我们持有的成本较低，相同的筹码和投票权所暴露的风险敞口比委员会里的其他成员要小，这给了我们更多的操作空间。作为主动投资人，我意识到法律方面的知识给我提供了很大的帮助，尤其对于我们提高投资流动性的条款谈判大有裨益。

在公司重组中，我们发挥积极作用带来额外的回报。部分的原因在于，大部分参与竞争的经理人没有需要的资源、时间和特别技能。很多问题企业管理人员是官方的内部人士，也没有在重组中发挥积极的作用，因法律规定其不能随心所欲地出售头寸。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我相信，长期回报值得牺牲流动性。一句话，留在尸骨上的秃鹫越少，留给我们的东西就越多。

投资决策：术业专攻 & 团队协作

一旦投资委员会批准了一项交易，我们就得决定投入多少金额。在决定这个原始组合的时候，我们要权衡当前的组合构建规则、投资期望的回报以及期望的回报时间。我们通常逐步增加头寸，一开始配置组合的 0.5% ~ 2%。随着事件一个个被揭开，估值趋势渐渐明朗，我们在一段时间内逐步按比例构建头寸。

随着企业经历不同的破产阶段，我们以几种不同的方式从问题证券中获利。因而，我在一段时间内增加头寸的做法运行得很好。它也帮助我们确信，我们持有这些头寸超过 1 年的时间，对较大部分的头寸信心十足。

在每周的投资委员会会议上，我们评估组合中的头寸，确定他们继续在我们期望的风险—回报比范围内进行交易。为了每日监控这些投资，我和投资团队不停地与银行家、债券持有人和其他投资人联系，收集额外的市场情报。如果某个头寸不符合我们的目标，我就想办法终止该项投资。

我的团队和投资委员会的每一个成员都具备这个过程中所需的不同的技能。问题企业投资需要很多不同专业的技能，包括破产和税收法律、固定收益和股权估值以及信用分析。

我尤其离不开罗伯特·温科勒，他一直领导着我们的业务开发部门。他经常与世界各地的机构投资者和富裕家族保持着联系，让我们对这些重要人员关于市场状况和具体的投资项目都在想些什么有了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

更深入的了解。他也是老练的商务旅行者，只带挎包就满世界跑。或许，某一天他教我如何能做到放下一切，顺便解释为什么总是拒绝所有的航空饮食，只吃一块他带在旅行箱里的硬面包圈。

我对组合里的所有投资决策拥有绝对的决定权，但我们还是采用一种合作的方式来决策，并尽可能达到一致同意。对于事件驱动型的策略，协作可能至关重要，因为需要考虑和分析的因素实在太多了。

要让这种方法能够奏效，来点余兴未尝不可。在办公室的茶水间里，我们摆了桌上足球，用处颇大。我们的第一张桌子源自于12年前我的突发奇想，当时想到大家或许工作太累了。我跳进车里，带着一名实习生和爱德华·贝迪特一起驱车前往好市多。不一会儿功夫，我们一起抬着一个巨大的盒子回来，趔趔趄趄地从惊得合不拢嘴的接待生面前走过。爱德华·贝迪特在2011年去世了，罗伯特的前任职员，他在业务开发的岗位上工作了10年。

桌上足球的竞争很激烈，但我们尽量不让它太火爆。我们参加的所有比赛都赢了对手几局。有一年，在高盛的年度假日聚会上，我们的两名选手盘踞着桌上足球的桌子，击败了好几个口出狂言的对冲基金经理组成的团队。2011年，在拉斯维加斯举办的天桥选择对冲基金大会（Skybridge Alternatives Hedge Fund Conference）上，有3 000名高手云集。期间，现场的桌上足球桌就很唐突地摆在酒柜、舞池和小食品中间，罗伯特·温科勒和我在泳池鸡尾酒会上打败了所有来宾。

我们以真正的秃鹫方式，通过废物利用相继升级了我们的装备。在我们并购了推特集团之后，该公司的规模减小了，大大缩水的办公室不再有供桌上足球摆放的空间。所以，我们买下了漂亮的专门订制的红木桌子（这张桌子表露出把推特推向破产的那种奢侈浪费）。我们真的生生把它给用坏了，而现在也买了一张崭新的专业级比赛桌子。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最后，我相信任何成功的经营都需要有才而且对工作充满热情的人。不管他们是分析师、交易员、律师、经理人、投资人关系专家、业务开发人员、会计，还是在后台工作人员，我希望所有员工都能成功。记住，只有那只幸运的鸟儿瞥见到了腐肉，其它鸟儿才会有吃的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

The Art of Vulture Investing

秃鹫投资的成功箴言

有经验的谈判者拥有真正的优势。在多年间投资了数百家不同的公司，也研究了数千家公司之后，我在任何的情况下都有不少真知灼见，能在正确的时间提出正确的问题。

对于我的公司来说，理想的局面是加入债权人委员会，最好在这个过程临近尾声，即支点债券的价格出现了急剧下跌，我们购买了投资头寸之后。这就给了我们相对于其他委员会成员较低的成本和较小的风险敞口。

很多问题企业的经理人在重组中不想承担主动角色。他们正式成为内部人士，因此不能随心所欲地卖出头寸。我相信，长期回报值得牺牲流动性。总的说来，留在腐尸上的秃鹫越少，留给我们的东西就越多。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

5

突袭热带博彩，好事多磨的致胜智慧

当投资失利时，大部分投资人不仅不愿意止损，反而继续持仓，甚至增加头寸。一直到再也无法对真相熟视无睹的时候，他们又不顾一切地恐慌抛售。

《破产法》规定，欠债企业必须支付法庭批准的所有正式专业人士的费用，包括律师、投资银行家、会计、顾问、改制专家以及财务咨询师。不过，热带博彩每个月高达400万美元专业费用，难道不是专业人员肆无忌惮地榨取吗？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

红头美洲鹫的表情安详得有些不同寻常，脸上的某种东西让它看起来永远都是那么有耐心。这些大鸟蜷缩在栖息地，裹着纷乱的羽毛，就好像一群围坐在一起打坐的秃头和尚。

——彼得·邓恩（Pete Dunne）

《御风大师：北美猎食鸟类的生活》

（*The Wind Masters*：*the Lives of North American Birds of Prey*）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

热带博彩公司的故事并非陈词滥调，其真正的中心意义就是好事多磨。一个成功的秃鹫投资人不会介意那些杂乱的环境，他们慢慢地处理好每一件事，小心翼翼地达成目标。

谁都不希望自己犯错。人类的这一本性充斥在金融领域的方方面面。没有人愿意承认，自己在贷款决策或者分析一项投资的时候错了。

当投资失利时，大部分投资人不仅不愿意止损，反而继续持仓，甚至增加头寸。

一直到再也无法对真相熟视无睹的时候，他们又不顾一切地恐慌抛售。对于秃鹫投资人来说，耐心地在空中盘旋，等待正确的出击时机，相当值得。

2009 年，博彩营运商热带博彩娱乐有限公司破产。这个案例就很好地证明了这个原则，也给精明的问题企业投资人几条可资借鉴的重要教训。

在面对陷入诉讼麻烦、受到严格监管的公司时，不要束手束脚。一旦尘埃落定，这些投资会带来异乎寻常的利润。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 一旦你决定参与投资，要小心谨慎运作。这些状况在转好之前可能还有一个恶化的阶段。你应该准备好，密切关注破产法院的一举一动，寻找提高收益的机会。如果对方试图以不公平的手段损害你的利益，你要敢于捍卫自己的权利。
- 在目标和动机方面，秃鹫投资者与原始贷款人之间存在着天壤之别。能记住这一点，你将会非常成功。原始贷款人主要关注如何把损失控制到最小，最期盼拿回贷款本金以及尽可能多的利息，现金尤佳。

大部分原始贷款人都是银行，而他们不可以长期持有股权。因此，银行不得不变卖重组过程中的大部分非现金资产。对于秃鹫投资人来说，只要资产比原始投资更值钱，剩下的目标就是收益最大化他们手中持有的任何形式的证券。在整个过程中，你几乎都可以利用这些不同的动机。

抵押物缩水和营业执照被否的双重打击

与2008年至2010年大衰退期间倒闭的很多大型企业一样，热带博彩公司倒闭的罪魁祸首也是债务融资。公司大举借债收购私人股权，还不只是一项并购。

创始人威廉·杨打造了一个酒店帝国，拥有分属于几个连锁机构的资产。然而，购买的每一个新旅馆都是以自身资产作担保的贷款。

大幅削减支出后，威廉·杨用剩下的现金偿还贷款，构建足够的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股权份额，为下一次交易创造融资条件。

与很多类似的方案一样，只要不动产市场继续走高，它就能奏效。因为贷款人都很乐意为产生如此巨额费用的客户提供多项收购的融资服务。

1990 年，威廉·杨开始把同样的策略应用于博彩业务的扩张，并成立威玛塔霍公司（Wimar Tahoe Corporation）来滚动发展这些资产。

接下来的 15 年里，威玛塔霍公司在三个州购买、开发并运营着 7 家赌场：内华达州（塔霍湖 2 家，劳克林 1 家）、密西西比州（格林维尔 2 艘大船，维克斯堡 1 家）以及路易斯安那州（巴吞鲁日 1 艘船）。

2006 年，威廉·杨决定从这些本质上乡土气息浓厚的资产转移到高级的地方，即大西洋城和拉斯维加斯。这些地方的博彩业利润更丰厚，但竞争也更加激烈。他的第一个并购目标是阿兹塔公司（Aztar Corporation）。阿兹塔公司有热带博彩大西洋城和热带博彩拉斯维加斯两个赌场。2006 年 5 月，威廉·杨在一次现场竞标中战胜了殖民地资本有限公司、美洲之星博彩有限公司以及顶峰娱乐有限公司，以 21 亿美元现金买下了阿兹塔公司上市交易的股份。在交易完成后，他马上把并购公司的名称变更为热带博彩与度假有限公司。

当时，热带博彩公司是美国私人控股酒店以及由所有者自营的博彩企业里最大、最多元化的一家，客房数量超过 8 300 间，分布在 8 个城市的 11 间赌场（游乐区域占地面积 54 万平方英尺），全职和兼职员工超过 10 000 人。

但是，它的财务大厦的多米诺骨牌已经开始倒塌。热带博彩公司背负大约 31 亿美元的债务，大部分以旅馆和博彩资产担保。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2006 年年末，热带博彩公司为阿兹塔公司的博彩并购项目融资时，息税折旧及摊销前利润大约为 3.39 亿美元，总债务与息税折旧及摊销前利润之比 6.79 倍，远高于美国企业不到 2.00 倍的平均水平。这意味着，热带博彩公司可能无法支付债务中的高杠杆贷款和垃圾债券的利息。2007 年任何初，住房价格急跌并开始波及信贷市场，它的负债就已经过度了。

正如表 5.1 所示，通过购买资产，热带博彩公司的收入从 2007 年的约 5 亿美元攀升到 2008 年的 8.6 亿美元。

同时，公司的利息支出增长，而息税折旧及摊销前利润率下降。

坏消息接踵而来，不断落到热带博彩公司的头上。

支撑其债务的商业地产价值紧跟住宅市场下跌，整个信贷市场开始紧缩，大萧条一触即发。

由于消费者减少了在旅游和博彩上的支出，公司的息税折旧及摊销前利润下跌到约 2.15 亿美元，杠杆率提升至 10.66 倍，破坏了其偿付贷款和债券的能力。

在一个极度厌恶风险和单方面收紧银根的信贷市场上，热带博彩公司根本没有任何再融资的希望。

2007 年 12 月，新泽西博彩管控委员会（New Jersey Casino Control Commission）给了热带博彩公司真正致命的一击。

委员会否决了公司作为博彩控股公司继续经营的申请，也拒绝延长热带博彩大西洋城现有的博彩执照（由阿兹塔公司旗下的阿达玛持有）的有效期。

这个决定不仅吓坏了热带博彩公司，而且也吓坏整个博彩业。在这个存在了 29 年的行业，像新泽西博彩管控委员会否决执照延期的这种情况，以前只发生过一次。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在其决定中，该委员会援引了管理层需要遵守“令人摸不着头脑的”规则和缺乏“商业能力……财务责任心……好的品格、诚实以及正直”。

或许听起来很奇怪，威廉·杨居然在没有获得新泽西博彩管控委员会的批准之前，就想方设法拿到融资来完成并购。

在2002—2007年信贷泡沫的疯狂中，这样的情况其很典型。尽管赌场买家只有临时的运营执照，但贷款人还是同意预付现金。

因此，赌场并购交易很快就可以完成，比律师最终完成新赌场营运者的执照申请早数月之久。在新泽西州，这种临时性授权以阿达玛的股票做质押，采用“临时赌场授权信托基金”的形式。

否决了热带博彩公司的申请后，新泽西博彩管控委员会马上把临时信托基金转交给新泽西高级法院前法官盖瑞·S. 斯泰恩。

这位法官作为托管人控制了阿达玛的股票。一周之后，新泽西博彩管控委员会委派斯泰恩法官作为阿达玛的管理人，监管热带博彩大西洋城的经营，并负责安排在6个月之内把资产出售或者转让给新的所有者。新泽西州的博彩执照被否决给各地的热带博彩公司都造成了影响。

印第安纳博彩委员会决定审查阿兹塔博彩公司在印第安纳伊万斯维尔的博彩执照，导致了该博彩分支机构被强制卖给了竞争对手。

热带博彩公司拜占庭式的资本结构对其处境自然不会有什么帮助，光说清楚它的层级就足以让人头大。

为了给并购项目融资，威廉·杨通过其旗下的朗科公司（LandCo）和奥普科公司（OpCo）发行债券。这两家公司分别持有他的商业帝

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 5.1 热带博彩现金流分析

财 年	2007	2008	2009	2010	过去 12 个月的息税折旧摊销前利润 2011.9.30	2011（预）	2012（预）
	（百万美元）						
收 入	512.5	863.6	716.0	819.8	839.9	850.0	875.0
息税前利润	80.8	86.4	3.8	31.5	39.6	32.7	33.7
息税折旧及摊销前利润	100.4	151.6	72.0	78.4	79.8	114.8	131.3
息税折旧及摊销前毛利率	19.6%	17.6%	10.1%	9.6%	9.5%	13.5%	15.0%
利息支出	209.0	184.0	34.6	18.3	19.9	32.5	22.8
息税折旧及摊销前利润 / 利息	0.48X	0.82X	2.08X	4.28X	4.02X	3.53X	5.76X
资本支出	72.8	57.9	21.8	18.4	23.4	25.0	30.0
息税折旧及摊销前利润－资本支出	27.6	93.7	50.2	60.0	56.5	89.8	101.3
（息税折旧及摊销前利润－资本支出）/ 利息	0.13X	0.51X	1.45X	3.28X	2.84X	2.76X	4.44X
净收入	-1 024.3	-155.0	-191.0	-17.2	-16.6	15.0	55.4
重组费用	-814.4	57.4	-156.9	4 338.8	4 338.8	0.0	0.0
息税折旧及摊销前利润－资本支出－利息	-181.4	-90.3	15.6	41.7	36.6	57.3	78.5

资料来源：公司公告以及舒尔茨资产管理公司的估计

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国中的不同部分：朗科公司持有位于著名娱乐区的热带博彩拉斯维加斯公司，而奥普科公司持有余下的博彩资产，包括位于新泽西州伯德沃克（Boardwalk）的热带博彩大西洋城公司。

奥普科公司的信用贷款以热带博彩巨额的全部资产作为担保，其属于最优先、最完美的一级留置权；以朗科公司全部资产作担保，拥有排在朗科公司贷款人后的二级留置权。

为了对冲信用贷款的利率风险，奥普科公司还与瑞士信贷和皇家苏格兰银行签署了两份5亿美元的利率掉期协议。这些掉期（也被看成是债务）与有担保的信贷贷款排在同一优先级级别。

热带博彩的控股公司也发行了9.6亿美元的高等级次级票据，为阿兹塔公司并购提供资金。有担保的信用贷款，优先于没有担保的票据，这些没担保票据的利率为9.625%，2014年到期。

与此同时，朗科公司信用贷款的贷款人持有全部以朗科公司资产（主要是热带博彩拉斯维加斯公司）为担保的第一优先保障权益4.4亿美元。

奥普科公司贷款人也享有朗科公司剩余资产的申索权，因为奥普科公司将它在朗科公司的权益也作为奥普科公司信用贷款担保的一部分进行了抵押。最终，朗科公司的贷款人也享有奥普科公司资产的剩余申索权。

万一朗科公司倒闭，朗科公司的贷款人可以在奥普科公司债券持有人和威廉·杨之前取消赎回奥普科公司的股权。

作为股权投资者，奥普科公司债券持有人核威廉·杨获得所回收资产中的全部，但只能在奥普科公司信用贷款债权人得到完全的赔还之后。在表5.2中，银行给正在经营的企业和身陷囹圄的企业他们的贷款的两个评级，但都高于没有担保的债券持有人。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

只有在疯狂的信贷泡沫里，投资人才买入这种令人提心吊胆的融资安排。它的设计似乎专门为了在出错的时候，制造出一系列昂贵的诉讼纷争。大部分的情况下，这些结构类型并不是完全计划好的。通常，他们会随着公司一系列的并购而变化，每一次又再返回到资本市场，尽可能多地要求提供债务担保。

每一次并购和新的融资，新的律师和投资银行家团队就告诉公司如何最佳调整公司结构，确保借到最理想金额的新债。

对于律师和银行家来说，所谓最佳，就是产生最大交易费用的公司债务和资本结构。作为秃鹫投资者，我嗅到了机会。2007 年 12 月，热带博彩公司的 9 亿美元无担保债券开始走低，最先从面值到大约 70 美分对应 1 美元，我的公司已经在盘旋了。

这个时候，债券持有人担心执照问题，但这个问题还不太可能招致本金亏损，更不可能把公司赶进美国《破产法》第 11 章。

与通常的情况一样，大部分投资人仍然不情愿斩仓出局，长时间拖在这份投资上。甚至一些明智的投资人，如哈宾格尔资本合伙有限公司和富兰克林互利咨询基金也都死拿着这些债券，跟着下跌了一大段，才放弃持仓。

数千个类似案例的经验教会了我：对于问题企业来说，尤其像博彩这种受到高度监管的产业来说，在走顺之前，总要经历非常严峻的时期。额外的费用和满足监管要求的麻烦，让这类企业的快速转身尤为艰难。对市场的这种透彻理解，再加上其他投资人固有的思维定式，让我占尽了优势。

热带博彩债券的持有人最终崩溃，并开始抛售，我的耐心和精明得到了补偿。他们明显意识到，有太多高等级债务排在前面，不大可能获得任何有意义的剩余资产。这些恐慌性抛售也协助拉低了高等级债务的价格。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 5.2 热带博彩公司的资本结构

截止到 2009 年 9 月的资本	未付金额（百万美元）	账面值（百万美元）
债务及其他负债		
持产债务人贷款（银点，Libor+9.75%，最高 8 000 万美元）	66.0	66.0
银行债（瑞士信贷）		
循环贷款（最优惠利率 +3.75%，最高 9 000 万美元）	29.0	29.0
长期贷款（最优惠利率 +2.25%，最高 15.3 亿美元）	1 300.2	1 300.2
掉　期	53.2	53.2
高等级有担保长期贷款，2008 年到期（朗科公司，瑞士信贷）	440.0	440.0
高等级次级债券，9.625%，2014 年到期	960.0	960.0
资本化租赁及其他	0.1	0.1
应付担保票据	12.0	12.0
帕克牛业公司结算债务	175.0	175.0
应付款	21.7	21.7
关联方应收款	35.7	35.7
应计及其他债务	93.4	93.4
递延税款	236.6	236.6
合　计	3 422.9	3 422.9

资料来源：公司公告以及舒尔茨资产管理公司的估计

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有些时候，这些情况提供做空股票的盈利机会。不过，做空债券要危险得多。如果你做空债券，你必须支付利息。就算价格按照你的预期下跌，你在做空之后，结算这个交易也存在巨大困难，因为债券供应非常有限。现在，信贷衍生品以现金结算，他们也不会扭曲债券市场。

我的公司因而选择不做空债券，而专注于购买高等级有担保的银行贷款。从2008年7月末启动这个项目以来，价格低到足以让可能的债转股转换有利润，我们就下手。

博彩执照的撤销，马上就把热带博彩公司置于危险处境。按照奥普科公司信用贷款的规定，倒闭在即。热带博彩公司还是通过谈判拿到了临时的延期协议，赢得了一点喘息的空间。贷款人希望通过诉讼和上诉，使奥普科公司拿回博彩执照，回到正常的状态。在热带博彩公司的案例中，正常还意味着在不景气的经济环境里，同样担负着过大的债务。

4月份，奥普科公司日益恶化的财务状况意味着其没有能力支付每月需要的利息款，贷款很快进入了违约的状态。之后不久，朗科公司信用贷款债权人发布了交叉违约通知，次级债券持有人也发布了提前违约通知。2008年5月，热带博彩公司申请破产，揭开了这家垂死企业身上的遮羞布。

"专家"灾难性地榨取重组企业资源

在破产第一天，热带博彩公司所采取的行动完全是常规路线。经过努力争取，公司获得了法庭"稳定经营"的动议，防止其经营工作出现断层，疏远了与供应商的关系。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

按照《破产法》第366款的规定，欠债企业如果证明他们有能力支付未来的物业费账单，就不准终止物业服务。与大部分欠债企业所做的一样，热带博彩公司没费多大周折就获得了这项保护。

热带博彩公司得到了首日动议批准后，雇用专业人士在破产期间作为自己的代表。这些专业人士提供咨询，经手生产资金，并结清破产申请之前欠员工的报酬和福利。所有举动似乎都是无害的，但在复杂的破产案里，这些都是潜在的地雷。

比如，专业咨询师可能对破产企业资源灾难性的榨取。按照《破产法》规定，欠债企业必须支付法庭批准的所有正式专业人士的费用，包括律师、投资银行家、会计、顾问、改制专家以及财务咨询师，而所有这些人都拥有最先申索欠债人资金的权利。理由是，如果垂死挣扎的企业不能够在最需要的时候吸引到这些人，那它就不可能成功地站立起来。

这听起来很靠谱，但也会被滥用，尤其存在管理真空的时候。我以前的律师告诉我，他原来那家律师事务所的资深律师告诉过他，在很多大型公司的破产案中，只需要“理理文件”就可以累积越来越多的计费时间”。只要没人表示反对，法庭一般都认可专业费的账单。

一支强大的管理团队也并不能帮助一家问题企业有效地管理好薪酬昂贵的专业人员。法律规定如此错综复杂，法庭的裁决又如此无法预知，甚至最有经验的从业人员在指导复杂的破产时也会遭遇困难。这意味着管理团队很弱的企业要想保持良好的队形通过，概率就更小了。

热带博彩公司的团队包括申诉和征询代理科兹曼卡森咨询公司、投资银行家和财务顾问拉扎德兄弟公司、重组顾问埃里克斯合伙有限公司、债务顾问凯易国际律师事务所；联合顾问理查德—雷顿—芬格公司；审计和会计顾问安永。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

另外，热带博彩公司还得支付官方的无担保债权人委员会咨询师的费用，这个委员会由美国司法部的美国托管人委员会在破产申请提出之后委任。

无担保债权人委员会一如既往地包括了各个层级的无担保债权人，其中有供应商、业主、债券持有人和债券持有人的委托人。该委员会雇用了主顾问斯特鲁克—斯特鲁克—莱万事务所、本地顾问莫里斯—尼古拉斯—阿希特—塔奈尔事务所，财务顾问凯普斯通咨询集团，加上每次司法诉讼中当地其他专业的博彩法律事务所。

这个案子牵涉的公司不再是唯一的。每一个正式或是非正式的债权人委员会（包括奥普科公司和朗科公司贷款人辛迪加、次级债债券持有人以及一般的无担保债权人）都拥有他们自己的法律事务所和金融顾问。

作为秃鹫投资者，我本不该对专业人士所做的贡献说三道四。有些人赚到的回报理所当然地数倍于债权人收回的钱。但破产无论有多复杂，也不至于需要热带博彩那么强大的法律和咨询火力，肯定不用达到每个月 400 万美元专业费用的水平！

在与破产案的律师和其他专业人士打交道的过程中，我发现拥有法律学位让我得心应手。甚至在我们持有的债权与其他债权人团体相比显得微不足道的情况下，它也帮助我进入重要的债权人委员会。这一点在热带博彩公司这个案子里（而且随后在克莱斯勒的案子里）得到了验证，在早前的多起破产案里也一样。

作为奥普科公司高等级有担保贷款的债权人，我想要加入另一个官方委员会，即奥普科公司高等级有担保债权人委员会。因此，我与奥普科公司委员会的律师拉上了关系。这些律师对最终结果自然产生强大的影响，也给我迅速打开局面创造了条件。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

等我加入到该委员会时，专家们似乎已经完全失控了。急风暴雨般的诉讼、申请和分析，几乎完全按他们自己的想法随心所欲地在处理这起案子。没有热带博彩公司管理团队的人来核对这些按小时计费的账单。

由于律师和银行家在管理奥普科公司高等级有担保债权人委员会，我无法就花在这些服务上面的钱有所抱怨。至少等我赢得了某种程度的影响力后，我才可能有所作为。一个成功的秃鹫投资者确实需要具备一些的政治才干。

我一直等到破产程序临近尾声的时候，才开始认真地对这些专业服务费提出质疑。自然而然地，在挑战这些收费时，我最初总是在本案中代表其他等级投资人的律师。我相信，涉及的各方彻底地就计划进行磋商，并投票后，就一定有足够的时间来评估我们这个等级的顾问费。

防范流动资金新债，辣手夺股权

热带博彩公司对流动资金的使用权限是另一个潜在的棘手问题。一开始事情进展还算顺利，公司在破产第一天获得了临时启动令，获批从银点资本（Silver Point Capital）这家位于康涅狄格州格林尼治的问题债权与债务基金得到 2 000 万美元的持产债务人贷款。热带博彩公司自身每季度会产生 2 000 多万美元的现金流。从表面上看，它好像没有必要借这么多钱，但破产企业在破产程序初期一般需要在流动资金上花费更多现金。

对于债权人来说，包括我在内，银点资本的持产债务人贷款很令人担忧。秃鹫投资基金可以寻求将其持产债务人融资进行债转股操作，而银点资本为此设置了很有吸引力的条款。这就意味着，目前看

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

来可能还有些遥远，但真的存在可能性：银点资本会以某种方式将持产债务人贷款转换成支点证券，从而在这笔贷款发生违约的时候，掌控热带博彩公司的股权。

债权人的担心有道理。热带博彩公司还需要额外借入 4 700 万美元的持产债务人贷款，现金被超常规的咨询费和它需要继续支付的奥普科公司贷款的利息吮吸殆尽。为了确保这笔额外的融资不会危及他们的权利，债权人们把热带博彩告上了法庭。

在经历了几轮谈判和法庭听证（以及在公司、无担保债权人委员会、次级债券持有人特别委员会之间的几轮闭门磋商）之后，热带博彩公司拿到钱时晚了几个月。但是，借到的钱利率较低，也没有了银点资本在首笔融资的文件中加入附加费条款。

经过这些艰辛的努力，热带博彩公司很快就发现，按照内嵌于持产债务人贷款文件中的预算规划条件，公司在技术层面上已经破产。与通常的情况如出一辙，公司初期的财务规划最终都被证明太过于乐观了。

在法庭和各种债权人集团那些锐利眼睛的注视下，公司不得不与银点资本重开谈判，最终把持产债务人贷款又增加了 1 300 万美元，也让银点资本放松了严苛条款。银点资本对其在持产债务人贷款上较高的利率非常满意。考虑到麻烦不断的博彩公司面临的营运方面的问题，银点资本似乎无意进行并购。

同样地，我们也在监控法庭批准热带博彩公司的员工薪酬和福利项目。国会在 2005 年通过了法规，限制破产企业经理人的留置费（在世通和安然欺诈丑闻将公众的注意力聚焦到那些造成企业倒闭的高管巨额的红利之后），但情况并没有发生太大变化。

在大部分情况下，缺乏强有力的反对声音，使得破产法院还是同

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

意债务人提出的高管补偿方案。一般来说，债务人的管理团队都尽量合法地拿到尽可能多的补偿；律师也乐于效劳，因为他们的申请和诉讼工作将按工作小时数获得报酬。与此同时，原始高级贷款人（他们从来也想不到自己会卷入到乱糟糟的重组中）也不大认真监督那些要求法庭批准的过分慷慨的高管薪酬行为。

为了确保法庭否决泛滥的薪酬计划，主动贷款人一定要挺身而出，明确提出破产企业不需要付钱留住这些高管。起码有一点，这些经理人不太可能拿到具有竞争力的猎头机会。因为他们在破产企业里的工作表现糟糕透顶。在大多数情况下，贷款人可以很容易地证明，管理团队的离开对于债务企业来说是好事情。

在热带博彩公司一案里，对于威廉·杨是否需要留下，大家没有太多的争议。债权人尤其渴望确保威廉·杨能拿到手的尽可能少，并且很想马上采取行动甩掉他。2008 年 5 月，公司申请破产后不久，债券持有人特别共同体要求法院指派委托人来管理热带博彩公司。正式的无担保债权人委员会组建之后，我很快也加入这项动议。

热带博彩公司的其他经理人在案子初期提出要求（最终也得到了)比较像样的打包留置费。当公司的大西洋城博彩宣布破产的时候，我们贷款人团体加紧了控制，并成功阻击了给大西洋城“跛脚鸭”管理团队高达数百万美元的留置费要求。

委员会下一步的举动更为激进，提出了一项援引自《条例 2004》的动议。这份条例允许债权人对债务人及案子涉及其他各方进行彻底的正式调查。《条例 2004》是债权人在重组法律程序中一件强大的武器，赋予了他们调查债务人行动、管理和财务以及“任何其他与案件或者方案形成相关的事务”的授权。

《条例 2004》动议赋予了债权人如此广泛的调查权。从某种意义

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上，这份文件可以被说成是大规模杀伤性武器，只能在很紧急的时候才能使用。对于热带博彩公司的无担保债权人来说，局面是危急的。公司已经在两个州失去了博彩牌照，他们面临巨大的损失，有可能是全部。无担保债权人委员会向法庭提出请求，对威廉·杨和债务人两者都进行调查，以明确问题的原因所在。

2008 年 5 ~ 6 月期间，在动议的基础上，债券持有人、无担保债权人委员会与热带博彩公司进行了几轮多方谈判，以确定委派托管人。各方未能在 7 月庭审前就动议达成解决办法，但经过两天火药味十足的庭审后，他们最终达成了一个协议。

按照解决办法，威廉·杨从所有热带博彩债务人的各种机构中辞职，还放弃更换热带博彩娱乐控股经理人委员会成员的权力。与此同时，债务人同意开始与新泽西博彩管控委员会和印第安纳州游戏委员会（Indiana Gaming Commission）这两家机构合作，获得公司博彩业务的后台控制。最终，热带博彩公司向上诉法院和州最高法院就新泽西撤销执照一事提起上诉，但两个案子都败了。

眼看着局面很快就变成了一场马戏表演，托管人还是斯泰恩法官当任总指挥。公司创始人兼首席执行官已经离开，联邦破产法院正在按《条例 2004》调查他的活动。涉及所有各方都忙于诉讼，低等级债券持有人为任何一点能拿回来的碎片都不遗余力地争抢，奥普科公司和朗科公司这两家贷款人拿出吃奶的力气以确保自己的抵押物不被染指。这场混战让专业人士毫无节制地以昂贵的小时账单拼命揽钱。

与此同时，经济情况持续恶化，这让所有人都惊慌失措（尤其是公司那些不再相信任何人的员工和工会）。我认为，这项投资将比以往的任何项目都更加危险，尤其是债务人的管理团队太过于薄弱。诉

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

讼风暴让他们很难专注于公司业务，其快速转身的几率大大降低。

7 月，热带博彩公司的奥普科公司高级别贷款最终跌落下来，低得足以满足我的心理价位。一开始 1 美元面值卖 80 美分，我从这个点位开始少量买入，以期获得说话的机会。稍后，贷款持续下跌到 50 美分的低点，我继续增加头寸。现在，是时候对高级别有担保的信贷工具采取大规模行动了，其在接收任何变卖品的时候都排在最前面。几个月之内，价格跌到 24.5 美分。贷款人开始接受事实，唯一有可能收回的东西可能就是新发行的股票。

复杂、繁琐和多变的重组谈判

正如我们前面的解释，大部分原始贷款人几乎没有兴趣持有股票。法律和投资限制这些人不可以长时间持有。美国的《银行持股公司法》（*Bank Holding Company Act*）和《沃尔克规则》（*Volcker Rule*）以及其他银行业务管理的法规（例如《巴塞尔Ⅲ》），都对银行资产负债表的持仓有所限制。

银行和共同基金如此，接受严格监管的保险公司，尤其是贷款抵押凭证基金（Collateralized Loan Obligation，简称 CLO）也是如此。由于贷款抵押凭证基金和其他非银行金融机构的贷款人不把股权当成债务抵押物，经理人不赋予这些股票任何价值。

这是耐心的秃鹫投资者一次绝好的套利机会。他们可以等在树枝上，那些被迫的卖方则忙不迭地在二级市场倾销他们的贷款。随着情绪失控，卖方可能对基础业务基本面似乎毫不关心，债券变得越来越便宜。最终，清道夫一头扎下来，用锋利无比的喙放肆地撕咬鲜血淋漓的企业。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2008 年 8 月初，涉及的各方开始就重组计划展开谈判。在奥普科公司高等级贷款人委员会，我是一名活跃而有影响力的一员。一方面，原始贷款人真的不想参与这些谈判中，我因此掌握主动权。另一方面，他们还拥有足够的声音来延缓这个过程，他们明确声明，无论在什么样的情形之下，他们都更喜欢收到新债，就算这意味着收回的比例更低，或者甚至就算公司有存活下来的机会也无所谓。

博彩资产的投机购买者（算是另一种类型的清道夫）很快就想掌控局势。一个投标人报价热带博彩大西洋城公司大约 7 亿美元。这似乎是一个比较高的价格了，但买方并没有融资能力。初始高级别贷款人并没有以投标人不合格直接回绝，还与买家进行谈判，甚至主动提出为这次并购融资。

这种显而易见的补贴还是未能阻止报价人打退堂鼓。或许想把价格压得再低一点，也可能一直没有筹足资金。在我们常规的委员会电话会议上，我直言不讳反对这个计划。要把如此重要的资产出售给一个不合格的买家，荒唐至极。经过很多唇枪舌剑后，我说服大多数举足轻重的贷款人，他们最终认同了我的观点。

下一步，委员会将为热带博彩公司制定一份合理的未来资本结构。在每周例行电话会议上，几位原始贷款人认为，完成破产重组后，我们应该以融资退出的方式拿回大部分债权。委员会的财务顾问也拿出了一份方案，提出给我们贷款人团体数亿美元的退出贷款，外加新重组公司的大部分股票。

这个计划取悦了原始贷款人，但它明显增大新生的热带博彩公司再次陷入破产窘境的可能性，或许也就是在这次花费巨大的破产中脱胎换骨后几年之内。这样的情况我已经目睹过多次。当一家重组企业没有尽可能多地削减债务，并从根本上彻底解决问题，大多数情况下

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

都很快在法庭上破产了结。

在后面的电话会议上，我询问金融顾问："一份增加如此多新债务的计划，是否增加了公司破产的风险"。我进一步解释说，破产法院可能以不可行为由拒绝批准热带博彩公司的计划。因为，该计划潜在地把公司推上一条未来重组的道路。

当我这样表述时，甚至连财务顾问都同意，认为我们必须削减大部分债务。一听到这个消息，剩下的原始贷款人都抛空了他们手里的头寸，把二级市场上的债券价格打到了20美分的低点。

接下来的几轮电话会议，紧张气氛显而易见。留下来的少数几个原始贷款人很担心这种大规模的亏损对他们今年的年度利润造成影响。我们身边的金融市场也正在崩溃：3个月以来，雷曼兄弟申请破产，美林以被逼婚的方式同意与美国银行合并，联邦储蓄保险公司购买了华盛顿共同基金（史上最大的银行破产案），而美国政府救助了美国国际集团、通用汽车和克莱斯勒公司。

在此期间的一次电话会议上，这种紧张气氛差点就被引爆。我们的代理律师宣布，卡尔·伊坎已经购买了很高比例的奥普科公司贷款，现在正要求加入我们的队伍。我由衷地感到高兴。至少有个想法跟我相近的人加入进来，我们可以一起让这个公司脱离苦海了！

我的反应不具有代表性。其他原始贷款人被吓呆了。"让我们同意伊坎进来？连门儿都没有！"一人说，"你们有谁知道，他一旦加入进来会做出什么事来吗？"

在过去的很多交易中，我都观察过伊坎的团队。我完全知道他要做什么事，寻求一个从重组程序中快速走出来的办法。这对解决律师和其他顾问的小时费账单问题真的很有好处。他也寻求一个尽可能削减债务的计划，给新生的热带博彩公司一个更大的生机。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对于我来说，说服其他贷款人火速让伊坎的公司加入进来，是一项艰难的任务。几周后，我们的律师终于对持反对意见的人解释，伊坎的头寸规模已经赋予了他获得委员会的一个位置，排除他是没有道理的。伊坎提名了他的心腹密友文森特·因特列里。这个人在下一次的电话会议上就加入进来了。

几天后，我们的团队在律师办公室与热带博彩公司的管理团队一起开会，要推敲出最终的重组方案细节。因特列里的样子总是让人感觉到敬畏，在看过他在特拉华的破产法院讲台上，为漫威公司案作证之后，我就认为他就是我一直梦寐以求的一流的谈判者。我很高兴他来到这里，因为他作为秃鹫同行，很可能在大多数的问题上都会站在我这一边。

这是件好事情，因为因特列里也几乎唬住了房间里的所有人。事实上，那似乎就是他的目的，因为他用低沉、刺耳的烟嗓子不停地骂人，有效地威吓大家同意他的意见。最初，我还不完全确定他的这种攻击性做法是不是一种谈判技巧，但我最终得出结论，确实就是这样。电话会议或者任何会议的进程中，每讲几句话，他就会对那些不跟他一条战线的人又是诅咒、又是人身攻击。

委员会大部分成员来自于华尔街白鞋公司的律师，都没有应付这种局面的经验，而且过度恐惧也使他们无法作出回应。我这次带来的首席律师大卫·勒维也是这些事务所培养的年轻律师。当他稍后成为因特列里激烈言论所指的目标的时候，他也同样只会默不作声。

总的来说，这种行为不是我的风格。但我也有足够丰富的经验，把它当成一种逗乐而不是恐吓。跟我预想的一样，因特列里和我几乎完全步调一致。委员会成员几乎已经同意计划的最初纲要，但我们仍然还需要嵌入几颗钉子。这些内容包括高管薪酬、专业人士的费用、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

针对威廉·杨的诉讼、付给朗科公司债权人的资金、付给无担保债权人的部分（如果有的话）以及如何处置大西洋城的资产。

我有信心在一个下午的时间内解决掉这些问题，但我错了。剩下的原始债权人和拿小时费的专业人士似乎对每一个问题都纠缠半天。出于一些无法言明的理由，有些贷款人想给无担保债权人一笔很大的回报。我们站在第一层级的人，都无法获得每1美元对应100美分的收益。因特列里的战术粗暴，帮助我们回到了正轨。我坚决主张不给无担保债权人任何东西，因特列里同意了。我们两人横扫了整个团队，我们进入到下一个议题上。

我们同意，在对比尔·杨发起的证据充分的联合诉讼中，让原来的债权人参与我们（团队选举我参与联合委员会）。我们同意，不匆忙通过那份很过分的高管薪酬要求，最终停止与不合格的大西洋城资产投标人的荒唐谈判；只把拉斯维加斯的土地和赌场给朗科公司的债权人，毕竟他们拥有第一优先留置权。

我们在朗科公司上的收获颇丰。但对于朗科公司的债权人来说，一切就没有那么幸运了，杨早已给拉斯维加斯赌场超额支付了一大笔资金。朗科公司资产担保的债务超过4亿美元，债权人获得了每年息税折旧及摊销前利润现金流不足2 500万美元、总负债/息税折旧及摊销前利润超过16倍的企业控制权。

甚至在每1美元对应40美分的情况下，朗科公司的贷款似乎还是太贵了，尤其对处于白热化竞争地带的一家赌场来说。我们奥普科公司贷款人团体拥有热带博彩公司的招牌，不打算廉价地许可给新的朗科公司持有者。我们在法庭上尽力争取，最终裁定一份许可协议。

转向了大西洋城的资产，我们提出了一份计划，希望彻底解决了所有负债、托管权和不确定的事情。按照这个计划，我们财团的一些

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基金能以信用担保方式投标，在破产法院举办的拍卖中购得大西洋城赌场的所有权。理论上说，我们的基金拥有足够的主张权力，能全部以 100 美分对应 1 美元的比例竞标。因而，这个程序应该很简单，但律师、顾问以及代理银行都不这样认为。我们又经过一轮又一轮的协议草案、指令草案、策略讨论、指令修订草案以及修改协议，而这些工作足以让任何没当过律师的人晕倒。整个过程帮助我们对所有的问题进行更深入的了解。

委员会的代理律师组织了一次电话会议，讨论信用担保投标程序的具体细节。会议前，我要求大卫·勒维建议提交尽可能低的投标价格。非常可能的一种情况是，不会有别的竞标人跳出来购买这家公司。以极低的价格赢得这份资产的控制权后，我们的财团就可以把转让税和其他交易费用最小化。

当可怜的勒维提到这个计划时，因特列里把全部的狂风暴雨都砸向了他，咆哮道："刚才是哪个狗娘养的这样说？谁说我们要以低价竞标？"勒维简直目瞪口呆，根本无言以对。我不紧不慢地解释，告诉他为什么虚报低价有可能的理由。一旦因特列里意识到这个想法来自于一位想法相似的投资人，而不是一个被洗白了的原始贷款人，或者委员会的律师，他很快就冷静下来，并最终认可了我的观点。但是，伤害已经造成，这个团队里的勒维以后讲话都战战兢兢的。

最后，大西洋城信用担保投标拍卖如期举行，我们财团指定的基金获胜。表 5.3 比较了热带博彩公司重组前和重组后几个季度的资本结构。请留意，企业重组后，总的净债务从超过 34 亿美元下降到负数（资产负债表上的现金超过了债务）。在结构调整后，信贷数据也改善了，从总负债 / 息税折旧及摊销前利润的 35 倍变为更合理的 3.62 倍。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 5.3 热带博彩公司破产重组前后的财务情况

截止到 2009 年 9 月的资本	未付金额（百万美元）	截止到 2011 年 9 月的资本	未付金额（百万美元）
债务与其他负债		债务与其他负债	
有担保债务		新发银行贷款	115.3
银行债务 - 奥普科 +DIP	1 448.8	合　计	115.3
银行债务 - 朗科	440.0	减现金	-225.4
无担保债务		净债务	-110.1
债券	960.0	资本化权益	434.2
应付账款及其他	574.6		
合　计	3 423.4	企业总价值	324.0
12 个月息税折旧及摊销前利润（2011 年 9 月 30 日）	97.1		88.3
年利息支出	209.0	→	22.8
总债务 / 息税折旧及摊销前利润	35.27	→	-1.25

资料来源：公司公告以及舒尔茨资产管理公司的估计

公司重组完成几个月后，我们终于把大西洋城分部与热带博彩运营公司的其他部分一起整体打包。2010 年 3 月，整个公司重新恢复上市。重组后的公司如此快捷地再次发行新股，完全得益于来自证券交易委员会的破产豁免规定，不用走首次公开发行股票那些正常程序。像热带博彩公司这样艰难的破产案，这个豁免规定是一个重要的工具，适用于在重组期间仍满足证券交易委员会正常的报表报送要求的前上市企业。

在赢得大西洋赌场的信用担保投标拍卖后，我们就已经着手制订计划，把热带博彩公司新发行的所有普通股票分给破产申请前奥普科

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司的债权人。所涉及的事情没有一件那么简单。为批准重组的具体细节、对计划进行投票表决、专业人员费用的金额、拟议中的税务结构、甚至诉讼委托协议中的用词，大家开了无数次的电话会议、谈判会议。经过法庭上的唇枪舌剑，我们终于搞定了这些事情。

对于我来说，热带博彩公司的故事并非陈词滥调，其真正的中心意义就是好事多磨。这个案子复杂得令人恐怖，我在分析和谈判上花费大量时间，也获得了很丰厚的利润。

一个成功的秃鹫投资者不会介意杂乱的环境，他们慢慢地处理好每一件事，小心翼翼地达成目标。心平气和的秃鹫投资者得到的，可能会比一些情绪化而且犹豫不决的狮子更多。注意，一定要时刻提防着鬣狗。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



秃鹫投资的成功箴言

大部分投资人不及时止损，反而继续持仓，甚至增加头寸反而继续持仓，甚至增加头寸到再也无法对真相熟视无睹的时候，他们又不顾一切地恐慌抛售。所以，秃鹫投资者耐心地盘旋，等待正确的时刻猛扑上去。

不要回避复杂的、被严格监管的、陷入诉讼的企业。一旦尘埃落定，这些投资可能产生非同寻常的利润。

当公司原始贷款人主要希望把他们的损失最小化时，秃鹫投资者的目标是以任何可以利用的办法让回报最大化。在破产过程中几乎所有的转折点上，你都可以利用这些不同的动机来维持你的优势地位。

所有类型的专业顾问都是破产企业灾难性的吸血鬼，企业必须支付他们高昂的小时费。对于秃鹫投资人来说，在法庭上站出来反对这项费用是一项很重要的工作。因为，这些费用可以很快被累积起来。

好的秃鹫投资者总是对破产企业替高管申请薪酬补偿的要求保持敏锐的目光。为防止被滥用，贷款人必须说服法庭，公司不需要付钱留住经理人。通常，原管理团队的离开是件好事情。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

6

抢夺克莱斯勒，刻骨铭心的亏损

金融和政治从来都不是一对好朋友。在 2009 年的克莱斯勒汽车公司的破产案中，正常的破产程序和法律程序要走完时，奥巴马政府斥巨资干预了正常的公司重组程序。

政府要求投资人用 70 亿美元的贷款交换不到 20 亿美元的现金，而且没有股权。奥巴马说“不会与一小挫死硬的对冲基金同流合污”，但政府没有让企业遵循“丛林法则”，复活了一个将死的产业，又没有根治好它的病原。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大鸟立刻朝它的战利品俯冲而去，凡视线所及，所有秃鹫都紧随其后。它们不一定真看到了死亡的动物，但它们知道，当一只秃鹫俯冲时，它一定是看到了食物，所以，他们都紧随其后。一只跟着一只，向四周绵延几英里，在动物还没有完全断气之前，它的周围就集聚起了一大群秃鹫。实际上，鸟群也并不总是要等到动物完全断气。只要它失去了体能被遗弃，秃鹫就会攻击它，这样的攻击都毫无例外地从啄眼球开始。

——约翰·乔治·伍德（John George Wood）

《禽与兽》（*Bird and Beasts*）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金融和政治从来都不是一对好朋友。当卷入到2009年的克莱斯勒汽车公司的破产案时，我很无奈地发现了这一点。这家公司的破产申请由总统巴拉克·奥巴马宣布。我在克莱斯勒问题债券上的投资让我损失了一大笔，曾以为正常的破产程序和法律程序要走完了。显然，我错在没有考虑政府干预正常的公司重组程序。

政府参与克莱斯勒破产案，第二次出手拯救了这个商业帝国（美国重要的军火供应商）。

1979年，政府以贷款担保支持李·艾科卡（Lee Iacocca），高调救助这家汽车巨头，重组了公司，而且公司也在一段时间获得了成功。1998年，克莱斯勒再次陷入麻烦，它被德国汽车制造商戴姆勒—奔驰公司（2007年改名为戴姆勒）收购。

那些把克莱斯勒卖给戴姆勒的底特律高管们赚了数百万美元，有几位用他们的这笔横财投资了我的基金。同样，那些策划这场交易的投资银行家和律师也获得了丰厚回报。正如通常发生的情况，克莱斯勒交易并没有给收购者带来预期的好处。

当时，戴姆勒花费数十亿美元，只愿赢得强势进入美国中级车市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场的机会。然而，戴姆勒为此付出了太多钱，而收购却没有实现管理层最初期望的成本协同和销量提升。

次级贷款人触发新《破产法》

2007 年，戴姆勒得出结论，最好将其持有的克莱斯勒公司（包括了克莱斯勒汽车和克莱斯勒金融）80% 的权益出售给博龙资产管理公司（Cerberus Capital Management）。博龙采用杠杆贷款方式，为这项融资收购（LBO）提供资金。一个包括 J.P. 摩根、花旗集团、高盛、贝尔斯登和摩根士丹利组成的银团提供了项目所需的 120 亿美元。

图 6.1 显示了交易刚完成后公司新的股权结构。

2007 年，博龙的并购刚刚完成，全球信贷市场已经开始对任何新发的贷款表现出不安。考虑到过去 7 年间金融市场所发生的情况，博龙正面临巨大的风险。

在股权市场上的互联网泡沫在 2000 年破灭后，美联储人为地保持着低利率，信贷市场经历了 7 年爆炸性增长。由于极大渴求更多的投资收益，贷款人愿意承受新的风险，而银行也很乐意给他们发放那些复杂的、以衍生产品为基础的贷款，这些做法也得到了灵活度越来越高的评级机构的支持。

美国信贷市场催生出很多风险越来越高的产品，包括各形各色的次级住房贷款、杠杆贷款、高收益贷款、抵押与资产支撑贷款、债务抵押证券（CDOs）。

低成本资金的洪水催生了美国巨大且广为人知的住房市场泡沫。这些现金的快速流动也在世界各地形成了其他泡沫，包括 LBO 融资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

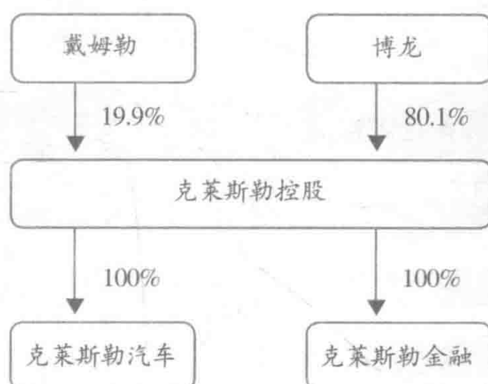


图 6.1　克莱斯勒的法人治理结构

资料来源：公司公告及舒尔茨资产管理公司估算

2007 年，泡沫初现端倪。新年伊始，最大的住房贷款人新世纪金融申请破产，这在金融市场上犹如晴天霹雳。这些即将要发生的事情给大家拉响了警报，尤其像博龙那样高杠杆率的借款人面临危机的可能性大大增加。表 6.1 显示了新世纪金融申请破产前几个月的资本结构。注意公司未偿还债务几乎达到 250 亿美元。反观 2006 年 6 月 30 日为止的 12 个月中，公司 14 亿美元的收入和 3.808 亿美元现金与之相形见绌，而且很难满足新世纪公司同期 12 亿美元的利息支出。

对我来说，新世纪金融公司的股票更适合于做空，因而我在 14.30 美元建仓。局面恶化得如此之快，连我自己都被惊得目瞪口呆，股票价格以创纪录的速度下跌到 0。这是好事情，毕竟做空头寸的费用很昂贵。公司由不动产投资信托基金（REIT）建立而来，这就意味着像其他不动产信托基金公司一样，每年需要将净收入的 90% 给股东分红。如果新世纪金融还继续分红的话，空头卖家每段时间都必须额外支付成本。2007 年年初，新世纪金融宣布因前期净收入的大幅修正而暂停分红，这使我的空头头寸做起来更容易了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 6.1　新世纪金融的资本结构

2006 年 6 月资本	未付金额（百万美元）
债务及其他负债	
长期债务	24 608.6
合　计	24 608.6
减现金	-380.8
净债务	24 227.8
权　益	
普通股票 5 610 万股	2 138.3
合　计	2 138.3
总权益资本	26 366.1

资料来源：公司公告以及舒尔茨资产管理公司的估计

除了债务问题，《破产法》2005 年的修改内容，也判处了新世纪金融和其他依靠衍生品融资的次级贷款人死刑。

正常情况下，破产重组申请自动触发《破产法》的保护条款，禁止债权人无组织、不公平地一哄而上抢夺资产。而修改后的内容允许衍生品的对手方（包括次级贷款掉期的对手方）可以及时要求获得他们的抵押物，不需要获得破产法院的事先批准。可以预料到，大银行在其他债权人知道自己的灭顶之灾之前，会率先拿掉新世纪金融的融资额度。

这种躲在门背后的快速衍生品抵押清算模式从次级贷款人开始，继而在全球信贷危机蔓延下横扫多个产业并重复很多次。

高盛抛售银行债

克莱斯勒有了即将面临麻烦的早期迹象，银团还是想方设法为博

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

龙的克莱斯勒并购贷款找到了资金。与当时大部分杠杆贷款一样，这些资金拥有的保护性条款要比正常情况下少得多。最终，市场只是简单地对“轻保障”的贷款重新估计风险，通过要求博龙和戴姆勒以次级贷款的方式注入20亿美元现金给借款人。为了避开一级留置权信贷协议中规定的“违约事件”，这些二级留置权贷款应该在2008年8月份到位。

在收购结束时，克莱斯勒已经承担了120亿美元的担保债务：一笔100亿美元7年期一级留置权的高等级有担保长期贷款以及一笔20亿美元二级留置权的长期贷款。

一级留置权的长期贷款拥有最优先的“完美” 利益保障（基于债务人资产的留置权，有债务人的书面许可，并按照法律进行了登记），以克莱斯勒所有的有形和无形资产做担保。这个抵押包据估算为280亿美元，包括表6.2所示资产。

表6.2 克莱斯勒汽车的资产

资 产	金额/亿美元
应收账款	12
成品库存	16
其他存货	18
机器、设备和工具	110
商 标	67
不动产	26
国外分支机构	38
总 计	287

资料来源：公司公告以及舒尔茨资产管理公司的估计

杠杆贷款市场已经如此炙手可热，原承销银行始终认为他们可以把这些债券卖给饥不择食追求收益的全球客户，并信誓旦旦地向博龙保证，交易可以完成，甚至同意他们自己购买这些贷款。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为了提高客户的购买力，很多银团贷款人还为客户新推出的债务抵押证券（CDOs）、担保贷款凭证（CLOs）以及特殊目的载体（SPVs）提供融资。对于信贷市场和克莱斯勒（贷款人最大的客户之一），情况很快恶化了。2007 年市场交易情况的备忘资料显示，公司每年的现金流大约为 20 亿美元。2008 年，美国经济大幅减速，公司的现金流砍掉了大约 50%。2008 年 1 月，汽车销量从 2007 年创纪录的将近 1 700 万辆，跌到了 26 年来行业低点 980 万辆（年化处理）。

与此同时，克莱斯勒汽车与克莱斯勒金融之间复杂和纷争不断的关系也触及了双方的底线。2008 年 11 月，我在给投资者关系主管蒂姆·克劳斯的电话中了解到，克莱斯勒汽车在一次非常规交易中向克莱斯勒金融输送了 15 亿美元现金，并成为克莱斯勒金融获得的新融资的一部分。每个月月底，克莱斯勒汽车的现金流都会掉到危险的低水平。

结果就是，剩余的拥有克莱斯勒一级留置权的 70 亿美元贷款开始跌价。2008 年 3 月，高盛成为首家该贷款在交易中"跌破面值"的银行，以 1 美元面值 63 美分的价格将持有的 16 亿美元原始克莱斯勒银行债抛出了 5 亿美元。

这个举动在全世界范围内引发了混乱，其他贷款人纷纷开始减小自己手里的克莱斯勒敞口，也把很多刚推出的贷款压低到每美元对应 60 美分以下。我出手购入面值约 7 100 万美元的一级留置权贷款的时候，平均成本仅 40 美分，包括一些购入成本不到 25 美分的贷款。

员工医保津贴缺口似"无底深渊"

当大规模的银团贷款变味时，滑稽的事情出现了。这些贷款被扔

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

进了包销银行内部的另一个世界，从白鞋银团部门转到了肮脏的清理团队。分析工作由另一类型的信贷分析师出面接管了。清理分析师不用在沃尔多夫与公司管理层中午聚餐时奢华的路演展示，只是汗流浃背地长时间伏案工作，为债权人推算出可能的收回率。通常，他们比公司目前的管理层更了解问题所在。

从这个角度说，秃鹫基金组成了清理专家队伍，包括银行家、顾问和律师，他们从根本上掌握了问题贷款的所有权，开始为争夺解剖企业尸体的权力而战斗。法律手段变得至关重要，灵活而坚定不移的谈判方式也同样重要。

代理银行主导这个战区，它在银团贷款市场上起着关键性的作用。由于它代表着银团，控制了信息在问题企业和债权人之间的流动。

这种安排意味着使公司不用面对来自100多家参与银行就财务报告、管理文件或者审计报表提出的问题一一作答。

代理银行也处理贷款交易，注销转让后的所有权以及批准贷款条款修订。通常，代理银行对于每一个问题都按照银团中绝大多数的要求行事。然而，代理银行有时利用手中的权力谋利。

与金融市场上司空见惯的情况一样，各种关系总是充满了利益纷争。一方面，代理银行面临被银团成员起诉的很大风险，理由可能是问题贷款的包销不力。另一方面，代理银行一般也在自己的账上保留一部分贷款。这些利益冲突将导致代理银行在本来已经很微妙的局势开始失控时，忙于保护自己而不考虑银团的利益。

对于克莱斯勒债券，摩根大通银行扮演代理银行的角色。

当克莱斯勒贷款走坏的时候，大多数大银行都无法承受将问题证券减值到主流市场水平之下，更不用说以巨额亏损卖出了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

银行的资本结构已经非常脆弱，只剩薄薄的一点股权缓冲。在全世界经历了将近 10 年的宽松规则和监管之后，大部分资金雄厚的银行都以令人心惊胆战的杠杆率营运，很多都在 25:1。以这样的比率，价格上面的任何微小变化都让银行资本充足率产生巨大的改变。我常常在想，摩根大通是否从来都没有在其账面上对克莱斯勒的贷款做过减值处理，而市场已经很活跃地以不到 30 美分对 1 美元的价格进行交易。

在对市场做投资决策的过程中，我的公司一直尽力维持极度保守和透明的原则。只要有可能，我们的定价基础就是主要交易撮合人在二级市场的平均报价。

然而，并不是所有秃鹫投资者都这么做。一天早上，在克莱斯勒的证券按 20 美分对应 1 美元的价格进行交易的那段时间，我与一位客户在康涅狄格州格林尼治的德拉玛饭店一起吃早餐。客户问，为什么我们把克莱斯勒的证券标记为 20 美分，而另一只他投资的秃鹫基金持有的证券是 45 美分。

我经常收到不良银行贷款的银团投资邀请，此刻又正好是秃鹫投资者觉得交易最有意思的时候。代理银行拒绝处理交易转让，因为这些贷款交易促成代理银行自己持有的贷款价值进一步减值。在我看来，摩根大通处理交易批准的表现慢得令人不解，而且从来没有对这些延误做出作出足够的解释。后来，我猜想，延误还可能对最终重组计划的投票产生影响：新的银行债权所有者身份，要到摩根大通完成那拖沓的交易处理程序后，才会得到确认。

2008 年年底，市场恐慌初现，公司的销售持续下滑。情况明了，克莱斯勒大势已去。像走向破产的很多公司一样，克莱斯勒的巨大努力延迟了这个无法回避时刻的到来。濒临倒闭公司的管理团队通常都

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

没日没夜地工作，以降低成本，应付日常业务，努力拯救公司和自己的饭碗。

从 2007 年 2 月开始，克莱斯勒启动了恢复和转型计划，包括解雇 33 000 名员工、终止新车型研究、产量削减三分之一、出售非核心资产和合理调整经销商体系等。在大部分的破产公司里，成本削减从来都不会执行到位。对于一家资金捉襟见肘的企业来说，这个过程本身也很昂贵。

问题公司要继续支付现金利息，而过重的债务负担就像一颗定时炸弹，或者说一个慢慢漏气的气球上的致命重量。克莱斯勒也是如此。与国外竞争对手相比，美国汽车制造业三巨头欠债要多很多，债转股所占的比率也更高。

与克莱斯勒的员工津贴和医保欠债相比，其所欠的商业债务相形见绌。经历了几十年的发展，三巨头全都给员工和退休者提供了慷慨的福利和薪水。但随着市场情况的变化，这些员工和退休人员的福利包已不再经济可行，它撑大了三巨头的生产成本，远远超过外国生产商在美国的生产成本。20 世纪 90 年代末期，亚洲货币贬值，降低了美国产品的竞争优势，也进一步拉大了这个鸿沟。

在一个被认为是巨大的让步中，联合汽车工人联合会（UAW）同意克莱斯勒将现有的退休工人医疗保险福利提供方转变为一个独立的员工自愿福利协会（VEBA），而这个协会的资金来源为克莱斯勒公司的一系列捐款。

协会要求，公司在 2010 年 1 月底为退休人员医保支付大约 67 亿美元现金。那些成本削减还远远不够。7 个月后，管理层经过这样那样的努力，一心想要继续维持公司的运行，但克莱斯勒仍在持续不断的亏损，资金提供方面遇到了麻烦。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在此背景下，为代理银行摩根大通开始征询银团贷款人是否接受来自政府的问题资产救援项目（TARP）的资金的意见。2008 年 10 月，国会开始通过问题资产救援项目救助美国最大的金融机构。当时几乎所有这种类型的企业都进入了《破产法》第 11 章规定的程序，处于托管或者接近破产的状态，剩下的则被强制合并，以避免再度破产。

奥巴马的“特工”小组

2008 年 12 月，美国财政部长保尔森将这个计划向前推进了一步，把问题资产救援项目扩展为汽车企业提供资金。

市场恐慌进一步加剧，信贷市场被冻结，汽车企业已经向国会提出了 250 亿美元的紧急过桥融资申请。国会拒绝了这个要求，但行政当局还是决定给通用汽车和克莱斯勒提供问题资产救援项目资金。2009 年 1 月 2 日，他们得到了 40 亿美元的过桥贷款。

对于银行和对冲基金银团，第一轮的问题资产救援项目融资不难消化。那是三级留置权的融资，要比克莱斯勒目前由我们持有的一级和二级留置权银行债务更靠后。由于问题资产救援项目的贷款不会损害高级贷款人的抵押物索回权，克莱斯勒甚至都没必要获得银团的同意。

这笔启动资金刺激了克莱斯勒更大的胃口。一个月后，公司的局势开始恶化（与这类情况通常发生的一样）。

管理层在按原始贷款要求提交其可行性计划的时候，提出了追加 50 亿美元政府融资的要求。

2009 年 1 月，奥巴马总统回到办公室后，马上组建了一个新

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的总统汽车工业特别工作组，对通用汽车和克莱斯勒两家提交的可行性计划进行调研并提出意见。这个工作组由新任命的财政部长蒂莫西·盖特纳和国家经济委员会主任拉里·萨默斯联合领导。工作组成员包括罗恩·布鲁姆（Ron Bloom），他在克莱斯勒破产案里担任首席谈判代表。

布鲁姆后来被奥巴马任命为制造业政策高级顾问，他过去是拉扎德兄弟公司的投资银行家，曾在长达 13 年的时间里担任联合钢铁工人工会（USW）主席乔治·贝克尔（George Becker）的特别助理。他为联合钢铁工人工会在涉及 LTV 钢铁、伯利恒钢铁、国际钢铁集团、固特异轮胎以及威灵匹兹堡公司的法人治理结构重组、投资、破产和并购的交易中提供建议，为工会从债权人和股权投资者手里争取到了很大的让步。基于这个背景，随着案件的发展，我觉得布鲁姆应该更多地涉及克莱斯勒交易中的工会问题。

与此同时，克莱斯勒管理层开始寻找买家，与通用汽车展开了谈判，稍后与意大利汽车企业菲亚特进行了接触。这就是问题偏离轨道的开始。

正常情况下，问题企业在任何战略性谈判之前都会寻求得到债权人的同意。

但是，管理层只是获得了奥巴马政府指派的工作组含糊其辞的同意，关于谈判的事情却对贷款人只字不提。

最终，他们认可了菲亚特的报价，与联合钢铁工人工会敲定了交易，就戴姆勒和博龙的贷款和股权做了安排。所有这一切都是闭门谈成的，没有贷款人参与。

直到这个时候，我们和其他一级留置权贷款人还都被蒙在鼓里。最保守的分析表明，克莱斯勒资产清算应该能给每 1 美元分配至少

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

50美分。公司2009年1月31日资产负债表上面的现金、可销售证券、存货和资产、产房以及设备（PP&E）价值超过350亿美元，要负担的一级留置权贷款只有区区69亿美元。这块骨头上面留下来的肉，就算再饥饿的秃鹫也吃不完。

2010年2月6日，世界各地数百名贷款人的噩梦开始了。这一天，摩根大通组织了与克莱斯勒管理层的电话会议，会上提出了一份债务重组计划。总的来说，贷款人都认为克莱斯勒的生存光靠重组我们的贷款几乎不可能。对于一个销售额超过450多亿美元的企业来说，8.78亿美元的年利息只是九牛一毛。

公司正在从其致命的伤口上向外流血，居然有高达440亿美元的年营业支出，包括原材料、丰厚的高管薪酬、员工工资、退休医保和津贴责任以及其他管理费用。

克莱斯勒继续推进着重组计划，这就可能把我们69亿美元贷款中将近50亿美元转为股权，让余额只剩下大约20亿美元。很多与会者，包括我在内，对这个建议都满怀希望，没看到有任何需进一步谈判的必要。

电话会议期间，我问克莱斯勒的管理层，我们应该采取什么样的步骤，以保护我们一级留置权的地位，确保我们的抵押权，使得公司不会在我们不同意的战略行动上面花钱。我的问题没人理会，也没有得到任何正面的回答。其他贷款人也都表达了类似的担忧，包括斯坦威资本、佩拉温博格、本奈特管理公司、卢米斯塞勒斯、国王街资本管理公司、瑞士信贷、TCW集团以及奥本海默。

会议接近尾声，我问摩根大通的高管，他们如何处理银行作为问题资产救援项目贷款人这种显而易见的利益冲突。2月份，美国财政部开始对问题资产救援项目融资方摩根大通和其他美国

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大银行进行压力测试。

与此同时，摩根大通还作为贷款人代表对美国政府批准的克莱斯勒重组计划进行投票。或许你们能猜出来，他们没有对我的问题给出答案，也没有对我所提的问题给出答案或者作出回应，也不关心我获得的有关贷款人对克莱斯勒的投资信息。

对于我们的贷款人团队来说，当时最高的回报应该来自对克莱斯勒丰裕而未能履约的资产进行的有序清算。在这个过程中，第一优先等级的债权人得到了机会，他们谈判出一个债转股的转换安排，以信用担保投标的方式用贷款换取普通股。在我看来，重组后的克莱斯勒就能相对完整地从破产中走出来，而贷款人就成为了新股权以及其他资产的所有者。

我声明，公司在任何方式下都不会消失。与美国企业重组中通常发生的情况一样，可能没有足够的资产让一级留置权贷款人得到全额赔付。此时，很多员工应该能够维持他们的工作，经营业务应该也会回到正轨，最初的变化应该只是贷款人可能变成新的股权所有者。他们应该用破产公司的老债务申索权交换新的股权。

表 6.3 表明了对克莱斯勒汽车的清算分析。如果营运资本（包括现金、可销售证券、存货以及应收账款）以合理的折扣清算，那么银行债持有人应该能以债转股的转换方式每 1 美元收回 45 美分。在美国的正常重组程序中，“价值瀑布”应该汇集到克莱斯勒的一级留置权贷款人身上。

我们大部分人都认为，重组破产企业能更好地让贷款人将资金重新布置到更加成功、成长性更好的企业，更快地让企业盈利。奥巴马政府却认为，对克莱斯勒一次正常的重组，也就是按照《破产法》的 1 129 条款建立的价值瀑布的优先权，把公司交给债权人不会有好的效果。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 6.3 克莱斯勒预计的清算回款

资产置换值	（百万美元）						
2009 年 1 月		收回率假设			清算值		
流动资产（预）		低	期望	高	低	期望	高
现 金	2 621.0	100%	100%	100%	2 621.0	2 621.0	2 621.0
受限现金	43.0	75%	78%	80%	32.3	33.3	34.4
可出售证券	1 158.0	95%	100%	105%	1 100.1	1 158.0	1 215.9
应收账款	1 455.0	65%	73%	80%	553.0	616.8	680.6
存 货	5 632.0	45%	53%	60%	845.5	986.4	1 127.3
预付费用及其他	2 738.0	10%	23%	35%	273.8	616.1	958.3
递延税款	267.0	10%	30%	50%	26.7	80.1	133.5
克莱斯勒加拿大		45%	53%	60%	1 951.3	2 276.5	2 601.7
厂房资产和设备							
厂房和设备，净值 31.14 亿美元	16 339.0	10%	20%	30%	884.9	1 769.8	2 654.8
营运租赁设备，净值 13.79 亿美元	6 939.0	35%	48%	60%	2 428.7	3 296.0	4 163.4
其他资产							
预付子公司账款及其他金融资产							
应收票据（克莱斯勒 CA 租赁定金）	1 000.0	30%	40%	50%	300.0	400.0	500.0
其 他	519.0	25%	50%	75%	129.8	259.5	389.3
受限现金	1 290.0	75%	78%	80%	967.5	999.8	1 032.0
商 誉	6 540.0	0%	8%	15%	0	490.5	981.0
无形资产，净值 3.65 亿美元	4 722.0	0%	8%	15%	0	502.5	1 005.0
递延税项	585.0	5%	20%	35%	29.3	117.0	204.8
其他（包括合理的地产）	3 441.0	20%	50%	80%	80.1	200.3	320.5
可供清算的总资产	55 289.0				12 223.7	16 423.5	20 623.3

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续表）

资产置换值	（百万美元）						
2009 年 1 月		收回率假设			清算值		
减企业结业成本		-5%			-611.2	-821.2	-1 031.2
清算期间的现金消耗					-6 500.0	-5 500.0	-4 500.0
可归申请人的总资产					5 112.5	10 102.3	15 092.1
银行贷款人总申索	10 730.0						
以百分比表示的面值					47%	94%	140%

资料来源：公司公告以及舒尔茨资产管理公司的估计

我坚持认为，按照这种优先权进行这样一次重组实际上是有效的，但政府过分重视联合钢铁工人工会的政治支持者的态度了。不过，相对公平地说，当时的局面并没有完全明朗。信贷市场冻结，银行完全不愿意放贷，要是没有政府的帮助，克莱斯勒或许很难找到融资，但这还是无法证明政府所走的这条路是对的。

2009 年 4 月 1 日，摩根大通召集的贷款人电话会议上，美国政府的意图昭然若揭。会议期间，克莱斯勒要求修改贷款，允许政府为克莱斯勒艰难度日的供货商提供融资。在会议一开始，来自克莱斯勒和摩根大通的代表就告诉贷款人，克莱斯勒和政府正积极与菲亚特进行谈判，而且谁也没有“得到授权，就这个事情透露任何消息。”我询问克莱斯勒的高管，他们为什么不可以简单地按照正常的破产程序，通过降低成本清理公司，并将其出售来赔付一级留置权贷款人。从技术层面看，这些人拥有克莱斯勒所有的真实权益。对于这个问题，我再一次没有得到任何的真正回答。

到那时为止，克莱斯勒和政府已经达成了一个秘密交易，将公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的大部分权益转让给了菲亚特和联合钢铁工人工会，以便为退休基金提供资金。既成事实实际上把拥有一级留置权的商业贷款人的申索全部扫地出门，与此同时把大量收回的资产给了联合钢铁工人工会这个无担保债权人。这种做法违反了美国一直可以追溯到 20 世纪 70 年代的破产判例。

零成本收购克莱斯勒 58.5% 股权？

我们这些有担保贷款人委员会里的大部分人对交易的情况一无所知。直到几天后，在 4 月 6 日的电话会议期间，摩根大通宣布它已经成立了一个贷款人指导组，这个小组已经在华盛顿跟政府的汽车工作组和克莱斯勒以及菲亚特的管理层碰了面。小组中包括了克莱斯勒银团 5 名最大的贷款持有人：摩根大通、摩根士丹利、花旗集团、高盛以及艾略特管理公司。

在普通的破产案中，一个指导小组能发挥作用。在这个案子中，5 个成员中有 4 个存在显而易见的利益冲突，他们与其他贷款人的意见水火不容，这就使得这个小组根本不可能公正地代表其他贷款人。

跟摩根大通一样，摩根士丹利、花旗和高盛也全都接受了问题资产救援项目的资金，他们目前都在做压力测试，而正在考虑其他潜在的政府补贴和投资。在这样的情况下，他们敢投票反对政府主导的克莱斯勒计划吗？

摩根大通告诉我们，政府准备额外投资 60 亿美元给克莱斯勒，前提是所有各方都同意作出让步。对于一级留置权贷款人来说，我们对所有的公司资产做出了明确的法律申索，这个让步是巨大的。我们被要求用 70 亿美元的贷款交换 10 亿美元的现金，而且没有股权。这样算来，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大约只是15美分对应1美元，也没有在重组后的企业升值的潜在机会。

大部分人都怒火万丈，剩下的则惊慌失措，局面很快就变得令人不堪。二级市场上，我们贷款的价格呈自由落体跌到不足20美分对应1美元，几乎是这种高等级证券有史以来的新低。贷款人内部纷争四起，小组里谁也信不过谁了。

佩拉温博格的丹·阿贝丝（Dan Arbess）试图组织一个与问题资产救援项目没有任何利益关联的贷款人特别小组。他的努力功亏一篑，让律师起草并分发给小组的组织文件明显将自己的利益凌驾于其他人的利益之上。稍后，阿贝丝淡出了委员会。在此之前，他曾经告诉其他成员，政府威胁他，如果他还坚持不放手的话，公司未来的业务可能面临可怕的后果。

4月29日，在经过几次闹哄哄的谈判交锋之后，政府最终把报价提高到1美元对应29美分现金给贷款人，条件是我们在几个小时之内同意这项交易。我建议说，我们以一份菜单建议作为反馈，让那些不想要股权的贷款人接受29美分的报价，而那些愿意接受低于29美分现金的人，可以获得一些股权回报。同一个电话会议上，阿贝丝建议小组提出另一个不太现实的1美元对60美分现金的方案。我们特别小组的大部分人认同了阿贝丝的计划，政府对此当即就一口拒绝了。

问题在于，政府在这种情况下的至高权力很难撼动，对于那些正等待监管压力测试结果、存在问题资产救援项目利益冲突的大型贷款人尤其如此。大部分贷款人都准备马上同意29美分的报价。甚至艾略特管理公司这家以告倒了委内瑞拉政府而闻名的好斗的基金，很快也都屈服了。

我问艾略特管理公司的一位分析师为什么会这样，他答复我说，公司认为局势“无可救药”，不想再把时间和资源花到一场败局已定的战斗中。几年之后，我发现艾略特自己在里面也存在利益冲突，也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是问题资产救援项目资金的接受者。作为克莱斯勒金融公司的债权人，艾略特从2008年11月把资金从克莱斯勒汽车吸到其姐妹金融公司的行动中获益，并且他手里克莱斯勒金融公司的头寸，也很好地对冲了在克莱斯勒汽车公司银行贷款上可能发生的损失。

我和小组中的几位成员拒不同意29美分的报价，把官司一直打到了美国最高法院。最高法院开始的时候同意受理。最初，我们提出的理由是，政府对这个案子的干扰，证明了其权力的滥用，而问题资产救援项目贷款人的投票应该被判无效，他们具有显而易见的利益冲突。我们也提出，政府违反了美国宪法中的“征用”条款（该条款禁止联邦政府在没有提供公平补偿的情况下征用私人财产），授予联合钢铁工人工会及其退休人员大笔的股权，而且根本没有考虑对价，就把剩下的股权拱手送给了外国企业（菲亚特）。

密歇根州的养老基金投资了克莱斯勒汽车银行债，因而也加入到了我们在最高法院的上诉行动中。他们也认为美国政府越权，把一个不公平的计划强加在贷款人头上。一个州加入原告，极大地激励了我们对这个案子的信心。一般来说，最高法院是调解联邦政府和美国各州之间矛盾的机构。几天后，越来越多的贷款人在政府的压力下低头并接受了计划，法院以没有实质意义为由拒绝了我们的案子，我们只能放弃。其结果不言而喻，政府的暴力行径得逞，迫使贷款人接受了与自己的利益和法律判例相左的计划。通过支持无担保债权人的申索，不顾一级留置权贷款人的利益，并秘密地做出这些决定，政府和克莱斯勒管理层忽视了《破产法》中几个已经非常明确的规定，包括：

> 绝对优先原则规定，处于回收瀑布中最顶层的债权人拿回自己申索的全值之后，低等级的债权人才可以拿到东西。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 《破产法》第1 129款要求，对于重组计划，所有的债权人和申索的当事方应该先收到通知和完整的披露，并且有机会在计划批准前进行投票。
- 《破产法》的公平规定，该规定要求有明显利益冲突的债权人（比如获得问题资产救援项目资金的贷款人）在对计划进行投票时需要隔离出来。
- 《破产法》第363款要求，仅在紧急情况下允许资产不按正常的业务途径出售的，且从资产销售中得到的收益，要按照绝对优先规则进入债权人账户。《破产法》把所有强加给投资人、没有正常披露、没有其他保护措施的重组计划都视为私下交易，并给予谴责。

为了让这个计划能够得以通过，破产法院绕开363款的要求，随心所欲而且明目张胆地出售克莱斯勒，违背公平原则把利益分给较低等级的债权人。相反，法院要求投标人承担克莱斯勒无担保的100亿美元费用，填补联合钢铁工人工会退休人员的养老津贴缺口。

在没有政府融资支持的背景下，没有哪家私人企业愿意为克莱斯勒投标。政府只为菲亚特一家提供这种补贴，这就堵住了所有其他潜在买家的路。

最终，菲亚特不花一分钱就获得了克莱斯勒的所有权，并接管了这家公司（菲亚特在2009年美国汽车业进行大重组期间得到了克莱斯勒58.5%的股份。2014年1月，公司以43.5亿美元收购克莱斯勒(Chrysler)其余41.5%的股份，获得后者的全部所有权。——译者注）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

荒诞破产剧落幕，政府改变商业环境

奥巴马总统对克莱斯勒计划的宣告，标志着自20世纪70年代以来政府首次对一个产业进行如此大规模的破产性干预。在克莱斯勒破产案中，政府从本质上恢复了19世纪末和20世纪初《破产法》颁布前流行的做法。尤其类似于大萧条后的铁路破产案，暗箱交易、缺乏披露以及对一些债权人明显要比其他人更为偏袒。

奥巴马说政府“不会与一小挫（不愿同意将其申索减少到29美分回报的）死硬的对冲基金同流合污”，这实质上妖魔化了另类投资行业。对冲基金没有要求过任何的救助，也没有要过问题资产救援项目的任何资助，却被当成经济体系中所有因过度负债导致金融危机的组成部分的替罪羊。最近的情况，奥巴马总统呼吁提高对冲基金和私人股权资本的税收。我相信，在美国最需要资金回流的时刻，这个举动把他们赶到了海外。

在奥巴马讲话之后，我很意外地获得了表达意见的机会。面对蜂拥而至的数以百计的记者，追逐这些“死硬的对冲基金”，我暂时成为了小小的媒体明星，并经常在彭博电视、CNBC和福克斯新闻上露脸，讨论这次交易的情况。对我来说，首次上电视化浓妆是场惊吓，但我很快成为了一名老手。至少我的孩子很喜欢看到，我在电视采访结束的时候一不留神用家里的笑话来收尾。

我的说法也被《巴伦周刊》、《华尔街日报》以及世界各地的很多出版物引用，用以解释克莱斯勒交易案史无前例的性质和潜在的后果。有人认为，汽车产业大规模的失业潮和克莱斯勒推销人员的贫困，对经济体的影响要比让克莱斯勒的债权人在其一级留置权债务上亏损更严重。最近，有人把美国汽车产业过去几年的部分复苏

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当做对救助政策的有力肯定。

正如我当时告诉记者的那句话，我们并没有确凿的理由认为，按传统破产方式分配克莱斯勒的价值就一定会造成更多的失业。随后的通用汽车破产中，政府干预花了纳税人 270 亿美元，但确实按照正常的瀑布层次给债权人做的分配。就这个事件来说，救助克莱斯勒的实际成本：40 亿美元政府贷款豁免，13 亿美元的投资亏损。与所涉及的实际退休人员数量相比，这一大笔钱确实是惊人的。

如果国会想在《破产法》中包括某种类型的紧急援助阀门，它早就应该做了。从政治意义上说，政府利用权力说服私人贷款者投票同意他们的计划，凌驾于完备的破产体系之上，把来自一级债权人的资金分给了其他人。这不仅高度不公平的，而且也违背了法律，潜在地疏远了世界范围内信任并依赖该法律（不仅是破产方面的，而且也是美国整个的金融体系）的数百万投资人。

哈佛大学法学院的马克·罗（Mark Roe）教授在一篇发表在《密歇根法律评论》分析克莱斯勒破产案的文章中也认为，此案开了一个很坏的先例，大大地伤害了资本市场。如果低等级的债权人因满足政治或者经济的需要，可以跃过更多的高级贷款人，那么贷款人未来在给美国制造业贷款时，就会期望一个更大的风险保障。

最终，美国纳税人把美国的象征补贴转让给一家外国汽车公司，克莱斯勒破产案也巩固了大到不能倒的心态。政府不是让自然按照自己的路径发展，让秃鹫来清理垃圾，而是采取了非同寻常的措施，复活了一个将死的产业，又没有根治好它的病原。我只能希望，这种荒诞的结果不要在美国市场上重现。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

The Art of
Vulture
Investing
秃鹫投资的成功箴言

在大部分濒临破产的公司里，削减成本的努力永远都不够。对一家缺乏现金的企业来说，这个过程本身通常过于昂贵。与此同时，问题企业得继续支付现金利息，过重的债务负担成了漏气气球上的重负。

当大规模的银团贷款变质时，代理银行的进入就完全换了一番天地，你最后只能跟他们肮脏的“清理”小组而不再是衣冠楚楚的“银团”部门打交道。

在破产过程中，代理银行面临的情形充满了各种利益冲突。这些利益冲突促使代理银行保护自己，而不是它所代表的银团，尤其是原本已经很棘手的局势开始恶化的时候。

通过使用权力说服私人贷款者，政府把来自一个等级债权人的资金重新分配给另一个等级的债权人，从而干预正常的破产过程。这种做法很危险，不仅否定了法律条款，而且潜在地疏远了全世界范围内的投资人。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

The Art of Vulture Investing

Adventures in Distressed Securities Management

7

消化石棉题材，大规模集体诉讼的福音

在过去的几十年间，石棉行业的 60 多家企业全都有在美国申请破产的记录，全部都与大规模集体诉讼有关，其石棉产品给人们带来了疾病和伤害。

石棉生产企业被美国政府看得如此重要，以致于国会在 1994 年给《破产法》增加了一个新的条款，确保被告企业从重组中破壳而出后，不再担负任何残留的石棉责任。对于秃鹫投资者来说，他们帮助清理石棉企业，从长期来看是有利可图的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

埃及秃鹫尽管外表看起来很恐怖，却受到了当地居民的欢迎，因为他们在吞噬腐烂的尸骸方面非常有用，如果没有他们，空气中到处都将弥漫着有毒的气味。

——R.B. 希勒（R.B.Seeley）与 W. 伯恩赛德（W.Burnside）
基督教鸟类学家《各种英国和外国鸟类本能和习性的描述》

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

秃鹫的消化道是个很神奇的东西，里面的液体有强酸性，几乎可以分解并摧毁任何东西，包括大部分微生物和毒素。在这个过程中，它对防止病死的尸体对环境造成进一步的伤害贡献良多。

石棉生产企业，或者任何一家涉及大规模侵权诉讼的企业都呈现出了类似特征。他们身陷困境，产品可能造成疾病或伤害，导致潜在的或实际的法律责任。通常情况下，他们弱不禁风的外表被当成诱人的点心，但是大量欠债的内心让吞噬的企业猎杀者命丧黄泉。

在秃鹫投资者眼里，这些法律责任只是另一种杠杆形式而已。作为我们正常信贷分析的一部分，我们简单地在它的其他债务类型里加一个被告企业法律诉讼预期现金债务总和，用以考虑企业发生大规模诉讼时的赔付能力。

我们意识到，企业成为一场大规模的集体诉讼或者多起诉讼中的被告，市场通常会反应过度。市场倾向于在所有诉讼完成之前，法庭尚未对被告企业的法律责任作出实质性判决时，早早地给它的证券减值，或者干脆整体放弃。

并不是所有背负性命攸关的大规模群体责任的企业都逃离了走

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上破产法庭的命运，但几乎找不出来幸免的石棉生产企业。在过去几十年间，这个行业的60多家企业全都有在美国申请破产的记录。

对于一位秃鹫投资者来说，石棉生产企业破产都比较有意思。因为法律责任是拖尾的，石棉造成的疾病一般要历经很多年，也就是在首次吸入很久才发病。

这就意味着预估总体责任时，仅靠假设条件对石棉被告公司进行责任认定，就会陷于各种合理的认识之间，与实际情况产生巨大的差异。

石棉生产企业破产被美国政府看得如此重要，以至于国会在1994年给《破产法》增加了一个新条款，确保被告企业从重组中破壳而出后，不再担负任何残留的石棉责任。对于多家拥有石棉责任的不同企业，我做过空头也做过多头投资，其中包括USG公司、欧文斯·科宁、佳斯—迈威、刚果莲、阿姆斯特朗世界工业公司、辉门、沃尔特工业以及格雷斯公司。

我发现这些投资非常有吸引力，重组债务人的税收待遇非常优惠，基础业务的恢复也总是非常迅速。就算破产的公司历经了多年诉讼，甚至背负数十亿美元的赔偿责任，但它们站起来同样很快。

佳斯—迈威：重组后盈利能力丝毫不减

我在石棉行业的第一个重要投资是佳斯—迈威，那时我刚开始基金业务不久。H.W. 佳斯先生1858年创办公司，1868年获得了石棉绝缘的一项专利，1874年利用在斯泰顿岛发现的石棉矿发展业务。1925年，公司一举成为美国最大的生石棉产品生产企业，也是最大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的石棉原料供应商，其年销售额增长到近 4 000 万美元。

1970 年，佳斯—迈威成为了全世界最大的石棉生产商。1974 年，公司的销售额越过了 10 亿美元大关。仅仅 8 年之后，其担负的石棉责任迫使公司申请重组。

1988 年 11 月 28 日，公司完成转型后，以迈威公司的身份从按《破产法》第 11 章规定的破产程序中重组复出。公司大部分新股票作为石棉原告的权益，即佳斯—迈威石棉伤害信托基金。公司名称在 1992 年变更为舒勒国际集团，然后又在 1997 年改回佳斯—迈威公司。2001 年，沃伦·巴菲特的伯克希尔·哈撒韦公司最终收购了它。

我注意到这家公司的税后盈利能力，在 1999 年开始考虑它。为了理解公司，我应用了全部法律和商业技巧。但对我来说，正因为如此，才让这次分析令人回味无穷。表 7.1 显示了佳斯—迈威在 1998 年 12 月 31 日的资本结构。

表 7.1　佳斯—迈威公司的资本结构

截止 1998 年 12 月的资本	未付金额（百万美元）	账面值（百万美元）
债务及其他负债		
银行债务（最多 7.5 亿美元）	425.0	425.0
工业收益债券	9.6	9.6
应给石棉信托的债券	19.8	19.8
应付票据	2.4	2.4
合　计	956.8	956.8

资料来源：公司公告以及舒尔茨资产管理公司的估计

表 7.1 不包含公司耗资约 1.02 亿美元的津贴资产。从理论上说，这笔钱应该是企业所有者的额外资产。公司本年度 3.74 亿美元的息税折旧及摊销前利润很容易负担约 4.57 亿美元债务所产生的 3 600 万美元的利息支出。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

真正引起我对佳斯—迈威注意的是股东的友好行为，包括 1996 年分给股东每股 5.97 美元的特别红利。1999 年，它宣布从石棉信托回购 1.68 亿美元的股票，而这家信托在当时持有 79% 的股份。

我意识到公司采取这些行动，部分原因是美国纳税人给过它补贴。美国国内财政收入破产法中特别规定，认定石棉信托为“合格的结算基金”，这让佳斯迈威每一次给信托基金支付红利，或者从它那里回购股票或者债券时，都获得了大量的税收减免。当然，沃伦·巴菲特也注意到了这些好处。2000 年，佳斯—迈威公布了巴菲特以每股 13 美元的投标报价购买佳斯—迈威的公告。2001 年 2 月，这次交易结束。

该交易的回报让我对石棉企业着迷了很长一段时间，我的资金全部花在了上面。对于寻找市场优势的秃鹫来说，这些公司是不错的选择。对于一般的投资人来说，他们理解起来很复杂、很困难，但是能产生非常高的税后利润，有特别的税收优惠和世界最著名投资人的关注。

欧文斯·科宁：做空股票，购买高等级债券

欧文斯·科宁是另一家脆弱的建材企业，在 2000 年 10 月引起了我的注意，当时它首次提出了破产申请。表 7.2 说明了其沉重的资本机构，跟重组前的佳斯—迈威很像。欧文斯·科宁的总债务超过 76 亿美元，包括石棉原告约 35 亿美元的人身伤害和财产损失责任的计提。欧文斯·科宁比大部分公司更加深谋远虑，在资产负债表上已留出了 14 多亿美元的专项资金，用于支付石棉索赔，但这个数额并不够。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 7.2 欧文斯·科宁的资本结构

截止 2001 年 9 月的资本（刚提出重组申请之后）	未付金额（百万美元）	账面值（百万美元）
债务及其他负债		
非破产申请前发生的负债		
持产债务人贷款（最多 5 亿美元）	0.0	0.0
未结案信用证 2 500 万美元		
亚洲信用贷款 3 500 万美元，2003 年到期	22.0	22.0
有担保的公司债 10.0%，2001 年到期	42.0	42.0
其　他	58.0	58.0
破产申请前发生的负债		
美国信用贷款（最多 18 亿美元），2002 年到期	1 443.0	1 443.0
公司债券 7.50%，2005 年到期	300.0	300.0
公司债券 7.70%，2008 年到期	250.0	250.0
公司债券 7.00%，2009 年到期	250.0	250.0
公司债券 7.50%，2018 年到期	400.0	400.0
公司债券 8.875%，2002 年到期	40.0	40.0
公司债券 9.375%，2012 年到期	7.0	7.0
其　他	137.0	137.0
应付款	212.0	212.0
待计利息	40.0	40.0
应计债务	65.0	65.0
应付所得税	484.0	484.0
预提与石棉相关的索赔（欧文斯·科宁）	2 200.0	2 200.0
预提与石棉相关的索赔（纤维船）	1 259.0	1 259.0
其他员工福利责任	403.0	403.0
合　计	7 612.0	7 612.0
减现金	-520.0	-520.0
减石棉专项现金	-174.0	-174.0
减石棉纤维船专项现金	-1 271.0	-1 259.0
净债务	5 647.0	5 659.0

资料来源：公司公告以及舒尔茨资产管理公司的估计

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2000 年的息税折旧及摊销前利润只有 5.9 亿美元（销售额 49 亿美元），达不到公司年度现金石棉赔付、利息支出和资本支出的要求，这给公司留下了大约 2 亿美元的年度自由现金流负值。

我的第一个举动就是做空欧文斯·科宁的股票，就算它已经跌到了每股仅 2.08 美元的交易位置。总体上，做空效果还不错。在有关石棉责任方面，新推出了《联邦不稳定物品存放改革法案》。

这部法案命运的不确定性，引起这只股票以及其他涉及石棉的股票相当大的波动。新提出这部法规把石棉索赔从民事侵权体系中排除，组成一个新的由政府管理的信托基金，包括既有公众的资金，也有来自石棉被告者未来的股权。几个月以来，股票价格随着该法案在国会艰难前行过程中发出的每份公告而急涨急跌。

很多股东兴奋异常，以为能彻底解决整个石棉企业的乱象，但法案未能在国会通过，最终胎死腹中。然而，就国会议员在此期间对石棉股票内部交易的辩论，确实正面影响了 2012 年立法禁止这个做法。

我对欧文斯·科宁的另一个兴趣在于公司的高等级债券。2004 年 8 月以来，我的公司购买了大约 6 000 万美元的这类债券。这给了我们一个足够强大的地位，可以在重组过程中发挥更加积极的作用。

2006 年 6 月 29 日，我们对公司第 6 号更正披露公告提出了反对意见，指出给股权持有人（本案中是股票期权）任何收益都违反了绝对优先规则（详见附录五）。最终，我们撤诉。从回收的公司价值中得到的回报来看，破产前股票持有人几乎净身出户，因而我做空的破产前股票头寸获得了 84% 以上的利润。

欧文斯·科宁花了 6 年时间重组。在 2006 年 10 月，公司从破产中重生时，美国住房市场开始显露出会有大麻烦的迹象。作为债

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

券持有人，我获得了重组公司的新股权。我们相信未来新的住房建设很可能下滑，这意味着公司的收入预期会变得高度不确定，于是我卖出了股票。

欧文斯·科宁的利润在住房市场崩盘期间确实大幅下滑，但公司已经开始复苏。2011 年，这家公司拥有分布在 28 个国家的 15 000 名员工，销售额高达 53 亿美元。

USG：惨遭巴菲特注资 4 亿美元逼空

对于做空 USG 公司破产前的股票，我并不是十分成功。这家公司在全世界范围内生产、销售建筑产品。USG 成立于 1901 年，最终发展成为了北美最大的以石膏为基材产品的生产和销售企业。很不幸的是，它也制造石棉产品。1999 年，USG 的销售额为 38 亿美元，获得的息税折旧及摊销前利润为 8.21 亿美元，息税折旧及摊销前利润率为 22%。当年，利息支出只有 4 300 万美元，所对应的债务大约 10 亿美元。

这些信贷统计看起来很诱人，但 USG 超过 30 亿美元的预提石棉债让它资不抵债，公司不得不在 2001 年申请破产重组。在那一年，其息税折旧及摊销前利润跌到了 2.42 亿美元，还要为石棉判决赔付 1.2 亿美元。

正如表 7.3 所显示的，在提出破产申请之后，USG 的总债务（包括预计的石棉申索）超过了 44 亿美元。在最合理的情形下，USG 的股票持有人可能会在公司从重组中破壳而出之前被清理掉。2003 年 11 月，股票价格维持在 15 美元以上，似乎是显而易见的做空交易时机。然而，沃伦·巴菲特的想法却不一样。当这位大师决定入场的时候，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对我和其他卖空的人来说，这是一场灾难。

作为一个 18 亿美元现金和贷款保证打包的一部分，巴菲特同意通过向现有股东 1 配 1（One-For-One Rights Offering）的方式向 USG 注入 4 亿美元现金。该计划也全额赔偿债券持有人和银行贷款人，确保石棉原告能接连不断地收到赔付款。

表 7.3　USG 公司的资本结构

截止到 2003 年 9 月的资本情况	未付金额（百万美元）	账面值（百万美元）
债务及其他负债		
长期债务	2.0	2.0
持产债务人贷款（最多 1 亿美元）	0.0	0.0
破产前负债		
石棉责任	1 061.0	3 183.0
贸易申索	160.0	160.0
结构性从属申索		
循环信用贷款（最高 6 亿美元）	469.0	469.0
高级票据 9.25%，2001 年到期	131.0	131.0
高级票据 8.5%，2005 年到期	150.0	150.0
企业产业收益债券	255.0	255.0
预提费用（福利项目）	50.0	50.0
其　他	36.0	36.0
合　计	2 314.0	4 436.0

资料来源：公司公告以及舒尔茨资产管理公司的估计

然而，巴菲特的成败最终取决于国会是否能在截止日之前通过《联邦不稳定物品存放改革法案》。一旦法案获得通过，那些投入的资金就有可能用来抵税，USG 期望能从国税局退回之前已经缴纳的 11 亿美元现金。

这份报价是有条件的，但沃伦·巴菲特对 USG 的兴趣明显地提振了股票市场的信心，对我的空头头寸造成了显而易见的打击。我斩仓出局，把投资的注意力转到了其他有石棉敞口的企业。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

辉门：无担保债券是“香饽饽”

2001 年 10 月，辉门申请重组，这是另外一家引起我浓厚兴趣的石棉责任被告。辉门成立于 1899 年，是一家大型汽车零部件供应商。以前，在一些产品线上很广泛地使用着石棉，包括火花塞、刹车片、摩擦系统、保护套筒等。它也生产引擎轴承、活塞、活塞销、凸轮轴等产品，主要客户包括原装设备制造企业以及售后服务市场。

表 7.4 显示了辉门 2001 年 3 月 31 日的资本结构。甚至在不算石棉索赔的时候，公司就产生了近 60 亿美元的其他负债。2000 年，公司的息税折旧及摊销前利润超过 7.8 亿美元，仍无法覆盖其同期 2.9 亿美元的利息支出、3.13 亿美元的资本支出以及 3.51 亿美元的石棉净赔款。辉门在麻烦里越陷越深。

在其最终走向破产之前，我认为做空股票是笔不错的赌注，做多该公司破产前债券或者重组后股票也会很好。这完全取决于重组瀑布的确切效果。在这个乱局中艰难摸索的过程中，我购买了辉门的一些有担保的银行债，期望它最终能够成为支点证券。事实表明，我对支点的判断完全错了，公司的无担保债券成为了支点证券。卡尔·伊坎大量投资在支点证券上，后来他控制几乎 80% 的重组后的股票。

2007 年，辉门带着一个重要的优势从破产中走了出来：得到了法律认可的石棉信托基金。按照“责任输送”禁令，这支基金成为未来所有针对该公司的石棉诉讼唯一可能得到赔偿的渠道。重组清除了超过 87 亿美元的负债，石棉申索者最初也掌握了大量的新股权。

卡尔·伊坎想把一个规定纳入到了辉门的重组计划中，这个规定给了他以每股 17.96 美元的价格购买石棉信托基金手中的 5 010 万股公司新发行股票的权力。他行使了这个权力，获得了辉门 77.7% 的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 7.4　辉门公司的资本结构

截止到 2001 年 3 月的资本情况	未付金额	账面值	市场价格	市场价值	利息
	百万美元		美分	百万美元	
债务及其他负债					
高级有担保银行信用贷款，额度最高 2.05 亿美元					
长期贷款 A	350.0	350.0	1.00	350.0	40.3
长期贷款 B 1.5% 多币种，2.5% 优惠 +0.5%	350.0	350.0	1.00	350.0	43.8
长期贷款 C 2.75% 多币种，3.75% 优惠 +0.5%	150.0	150.0	1.00	150.0	20.6
循环贷款 2.0% 多币种，3.0% 优惠 +0.5%	700.0	700.0	1.00	700.0	91.0
票据 7.5%，2004 年到期	250.0	250.0	0.22	55.0	18.8
票据 7.75%，2006 年到期	400.0	400.0	0.22	88.0	31.0
票据 7.375%，2006 年到期	400.0	400.0	0.22	88.0	29.5
票据 7.5%，2009 年到期	600.0	600.0	0.22	132.0	45.0
票据 7.85%，2010 年到期	350.0	350.0	0.22	77.0	27.6
中期票据	104.0	104.0	0.22	22.9	7.3
高等级票据 8.8%，2007 年到期	125.0	125.0	0.22	27.5	11.0
其他长期负债	170.0	170.9	0.22	37.6	
石棉负债	892.5	892.5	0.22	196.4	
应付账款	432.4	432.4	0.22	95.1	
后续员工福利负债	622.8	622.8	0.22	137.0	
其　他	945.9	945.9	0.22	208.1	
合　计	6 843.5	6 843.5		2 714.6	365.9

资料来源：公司公告以及舒尔茨资产管理公司的估计

股份，掌握了公司的绝对控制权。

至此，他的投资还没有获得什么收益。2012 年 3 月 27 日，辉门的股票以每股 17.82 美元的价格交易着，还低于他的购买价。按照这个价格，公司的总权益应该为 18 亿美元，这是基于共发行的 9 900

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

万股股票得出的。在加入19亿美元净债务以及以公司以前营业亏损净值预估得出的转结税值后，辉门的股票交易价格大约是5.65倍的企业价值总值，对应其6.4亿美元的息税折旧及摊销前利润。然而，华尔街一致估计公司未来几年之后的息税折旧及摊销前利润将达到8.03亿美元，伊坎的投资在一定时间内很可能非常成功。

刚果莲：旷日持久的重组

与刚果莲和阿姆斯特朗世界工业公司的重组相比，重组6年的辉门简直就是闲庭信步。那两家公司则像充满硝烟的战场，不同的层级间都互不相让，每个人都对其他人提出的重组计划针锋相对。

刚果莲创办于1886年，新泽西，在北美地区生产、销售地板砖和瓷砖，有些产品过去含有石棉。2003年12月，公司因石棉欠债而申请破产。表7.5显示了刚果莲破产申请当日的资本结构。

此时，公司已经绝望地进入破产程序，只有不到1 400万的息税折旧及摊销前利润对应约6.6亿美元债务和其他负债产生的890万美元的利息支出。甚至，其预期的石棉总负债已经达到4.75亿美元。2010年，刚果莲花了差不多7年时间才完成重组。涉及的各方包括石棉申索者委员会、未来的石棉申索者、公司的保险提供者以及其债权持有人之间，都不可能就任何事项达成一致。刚果莲对其重组计划修改了10次以上，因为不同的参与方对每一个计划都有反对意见。在加快问题解决的努力中，法庭撤销了由公司独家提出计划建议的权力，让其他参与方也都提出各自的版本。最终，刚果莲与争吵不休的各方达成了处理意见，地区法院批准了它这份谈判得非常充分的计划。

首先，建立一家石棉信托基金，接收来自保险赔付的现金收入，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 7.5 刚果莲公司的资本结构

截止到 2003 年申请破产时的资本情况	未付金额（百万美元）	账面值（百万美元）
债务及其他负债		
循环信贷工具	8.6	8.6
次级债 8.625%	100.0	100.0
股权票据（抵押 51% 的股份）	26.3	26.3
应收账款	7.8	7.8
津　贴	23.9	23.9
其他退休福利	8.4	8.4
其他破产前负债	11.5	11.5
与石棉有关的负债	475.0	475.0
合　计	661.5	661.5

资料来源：公司公告以及舒尔茨资产管理公司的估计

其获得公司重组股份的 50.1%。其次，公司 1 亿美元 8.625% 高级票据持有人按比例获得了 3 300 万美元新的 9% 高级有担保票据，加上 49.9% 重组后的股权。与通常发生的情况一样，破产前的股票持有人一无所获。我的公司做空了刚果莲破产前的股票，收获颇丰。这部分空头到 2008 年 3 月产生了 99.25% 的收益，我们在当年的 4 月份才平的仓。在刚果莲的债券上，我们也成功地持有多头头寸，从 2004 年 2 月开始买入(以大约 63 美分对应 1 美元)，在 2006 年 1 月卖出(以大约 93 美分对应 1 美元)。

阿姆斯特朗：税收优惠成了最后一块肥肉

阿姆斯特朗世界工业公司重组时也经历了一段同样艰难的时光。阿姆斯特朗组建于 1891 年，设计、生产、销售地板、天花板以及橱柜，市场遍及美洲、欧洲、太平洋地区。跟刚果莲一样，阿姆斯特朗的有些产品也含有石棉，造成了大量的法律赔偿欠债。表 7.6 列示了阿姆

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 7.6 阿姆斯特朗世界工业公司的资本结构

截止到 2002 年 9 月 申请破产时的资本情况	未付金额 （百万美元）	账面值 （百万美元）
债务及其他负债		
不包括申请破产前负债的债务		
持产债务人贷款（最多 7 500 万美元）	0.0	0.0
外国银行贷款	11.7	11.7
2001 － 2006 年到期的银行贷款	38.2	38.2
企业发展债券	18.8	18.8
小　计	68.7	68.7
包括申请破产前负债的债务		
信贷额度内的借款	450.0	450.0
商业票据	49.7	49.7
中期票据 9.00%，2001 年到期	7.5	7.5
高等级票据 6.35%，2003 年到期	200.0	200.0
高等级票据 6.50%，2005 年到期	150.0	150.0
高等级票据 9.75%，2008 年到期	125.0	125.0
高等级票据 7.45%，2029 年到期	200.0	200.0
高等级季度利息债券 7.45%，2038 年到期	180.0	180.0
企业发展债券	11.0	11.0
其　他	27.2	27.2
小　计	1 400.4	1 400.4
申请破产前的其他欠债		
石棉有关的责任	3 090.0	3 090.0
破产申请前的应付贸易款	53.6	53.6
破产申请前的其他应付和累计利息	55.8	55.8
员工持股计划贷款担保	157.7	157.7
小　计	3 357.1	3 357.1
申请破产前的总负债	4 757.5	4 757.5
合　计	4 826.2	4 826.2

资料来源：公司公告以及舒尔茨资产管理公司的估计

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

斯特朗于 2000 年 12 月申请破产重组之后不久的资本结构。

阿姆斯特朗的商业贷款总计只有 14 亿美元，但是加入石棉申索和其他各种责任负债之后，总负债超过了 47 亿美元。在最终破产的那几年中，阿姆斯特朗为解决各地涌现的石棉索赔花了大约 1 亿～ 2 亿美元现金，用光了保险赔付。

2000 年，公司的息税折旧及摊销前利润只有 4.15 亿美元，而资本支出 1.36 亿美元，当前 14 亿美元的债务负担需要支付的年度利息超过了 1.01 亿美元。这种局面不可持续，就为做空阿姆斯特朗的股票提供了很好机会。在完成重组之前，这些股票都将继续进行着交易。

像刚果莲一样，阿姆斯特朗在重组上也花了很长的时间，其水火不容的成员根本无法拿出一个计划。到它最终重组前的一个月，我购买了差不多 3 000 万美元面值的阿姆斯特朗高等级债券和银行贷款。2006 年 10 月，阿姆斯特朗完成重组。这份重组计划给了石棉申索者超过 11 亿美元的现金赔付，石棉原告得到了阿姆斯特朗新发行的普通股中的 65.6%，而剩下的无担保债权人，包括银行贷款人和债券持有人得到了 34.4%。在这个时点上，我们把手里的债券和贷款换成了新发行的普通股。在破产前的股票空头交易上，我们也实现了超过 90% 的收益。

2006 年以来，建筑行业经历了自“大萧条”以来最严重的衰退，但阿姆斯特朗一直都做得相当不错。2011 年，阿姆斯特朗实现了 29 亿美元的销售收入，3.77 亿美元的息税折旧及摊销前利润。这足以满足其 4 100 万的利息支出和 1.5 亿美元的资本支出，也不再需要给石棉原告赔付现金。与辉门一样，阿姆斯特朗存储了不少税收免抵额度，这让现在的股票持有人受益匪浅。 由于美国整个建筑行业的不景气，我们卖出了从原始计划中获得的大部分股票。最近，我们又把股票买了回来。阿姆斯特朗的石棉基金跟辉门的一样，是一家“合格的结算

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基金”，这就意味着公司派发给信托基金持有人的所有红利和现金赔付都可以抵税。阿姆斯特朗还独立拥有超过 18 亿美元的联邦和州营业亏损净值，这些早年的亏损可以结转过来，帮助冲销未来的公司税费。

从阿姆斯特朗完成重组以来，公司就成为了对股东十分友好的企业。2008 年 3 月，公司每股支付特别红利 4.5 美元，合计发放 2.564 亿美元。2010 年 11 月，它又额外支付每股 13.74 美元的特别红利，合计金额达 8.03 亿美元。2010 年的红利金额超过了阿姆斯特朗上年度累积的收入和利润，这份特别红利被看成资本分配收入，不对股票持有人按红利收入征税。

2012 年 3 月，阿姆斯特朗的董事会批准了另外一份每股 8.55 美元，总计大约 5 亿美元的特别红利。2012 年年底，我写作本书的时候，该红利的税收归类还没有确定，但是几乎可以肯定，至少这份红利中有一部分，也可以算成是包括我在内的股票持有人收入中属于资本分配的免税收入。目前，阿姆斯特朗股票以大约每股 57.00 美元的价格进行交易。如果在 2012 年间支付了每股 8.55 美元的特别红利，那将给其股票一个极度客观的 15% 的红利收益。在当今的低利率环境里，没有石棉相关的税收减免的企业无法提供出如此诱人的回报。

对于秃鹫投资者来说，他们帮助清理并消化有毒的垃圾这项工作，从长期来看是有利可图的。成功的秃鹫投资者在花费不菲的诉讼结果存在着巨大不确定性的时候，找到最有利的下手机会。这种不确定性很可能让其他投资人避之不及，市场通常会在法律责任确定让它破产之前很早的时候就放弃掉这个企业。这意味着，一个好的秃鹫投资者认真分析这些局势之后可以大有作为。对于一些问题企业来说，特别的税收减免给精明的投资人提供更具潜力的上行空间。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

The Art of Vulture Investing

秃鹫投资的成功箴言

秃鹫投资者把法律责任看成另外一种形式的杠杆。作为正常信贷分析的一部分，我们只是单纯地把被告企业来自法律诉讼中的期望现金欠债总值加入到其他类型的债务中，综合考虑公司在这些赔付到期后的支付能力。

当一家企业成为大规模集体诉讼中的被告时，市场经常反应过度，一般在法院对其法律责任做出实质性认定之前，就对证券计提减值准备，或者彻底放弃。

在花费不菲的诉讼结果还存在巨大的不确定性，让其他投资竞争对手唯恐避之不及的时候，成功的秃鹫投资人会找到最有利的下手机会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

8

秃鹫投资的哲学：企业杀手or企业救星

源于美国的次贷危机和正在持续发酵的欧债危机，即将重组，或者刚刚重组完的企业的数量大大增加。当下，定价失灵的证券比比皆是，假如你有这种资源，不妨自己亲自试试。

投资问题企业本身已是一个复杂而危险的行为。理想的状况下，秃鹫投资人寻求加入债权人委员会，最好在破产程序的后期。在任何情况下，《破产法》就是你手中的武器。就算高盛和摩根士丹利消失了，同样不是世界末日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在有秃鹫生活的每一个国度里，都有立法对他们进行保护，在很多地方，对这种益鸟的任何伤害，都会被课以重重的罚款。

——约翰·乔治·伍德 (John George Wood)

《禽与兽》（*Bird and Beasts*）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

秃鹫相貌平平，从事的工作也很恐怖，但它在大自然中起到的作用却至关重要。在整个历史进程中，智者对它们总是赞赏有加。我希望，对于秃鹫投资者在企业生命周期中所发挥的功能，本书能让你作出类似的评价。

假如你有这种资源，不妨自己亲自试试。当下，你进入该领域的好时机来了，即将重组、或者刚刚重组完的企业的数量大大增加。这些重组中，部分原因始于美国的次贷危机和正在欧洲持续发酵的全球信贷危机。在很多产业中，定价失灵的证券比比皆是，他们全都以远低于其内在基础价值的价格进行交易。与之前大多数的信贷循环相比，现在面临的这种情况更加司空见惯。

越来越多的政府机构（从市政当局、州政府再到美国联邦政府以及很多其他国家的政府）也都负债累累。未来，我们将看到更多的政府像 2012 年时的希腊政府一样破产。正如我本书中指出的，重组过程提供了在不同阶段以各种不同方式来投资的很多机会。对于个人投资者来说，问题证券投资在很多方面可能都很难把握，因而在专家指导下的投资可能是最好的选择。更加错综复杂的破产程序、利益冲突，甚至政府干预，都让那些没有谈判经验的人手足无措。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

简化投资工具，复杂化非流动资产投资

在我的职业生涯中，我汲取了不少的教训，并衍生出了一套挑选投资项目的哲学。秃鹫本质上只需简单做好一件事情，秃鹫投资人则必须兼顾简单和复杂这两个方面类似处理问题。简单应该是你选择投资形式的指南，而复杂是你在选择投资方向时的朋友。

从其本质上来说，投资问题企业本身已是一个复杂而危险的行为。采用神秘的工具和策略，徒增事情的复杂性，只能是自找麻烦。正如我说过的，我喜欢流动性较好的普通债券，厌恶流动性很差且难估值的证券。这就是我在大部分时候都明确表示避开衍生品和结构性产品，主要关注股票、债券和银团贷款的原因。

尽管衍生品可以成为增加财务杠杆的一种强大工具，但大部分真正的秃鹫投资人都回避这种杠杆类型。他们知道，最先给企业带来麻烦的通常也是衍生品。衍生品和结构性产品比那些较单纯的产品更难进行估值和管理，这让他们更危险。此外，交易对手风险成为了最大的关注点，正如我们最近在全球曼氏和 2008 年雷曼兄弟破产上所看到的。

那也是我为什么建议“最好不要多 / 空混合交易”的原因。这种据说可以对冲你原始头寸，让你能够采用更高杠杆率的做法，很可能是个歪主意。我通过控制头寸规模的方式，管理组合波动的风险。

像债转股和私人股权等缺乏流动性的投资，利润可能很可观。他们固有的风险也比可交易的证券更高，这应该是秃鹫投资者的专属领地。你无法简单地使用当前的市场价格对他们进行估值，也无法在你出错的时候快速脱手。有时候，我也涉及债转股和私人股权的投资。但在极度的谨慎和大量的尽职调查后，我才小心翼翼地接近他们。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我曾经说过，只要拿到正确的价格，什么都好玩。很多秃鹫投资者正开始涉足值得认真考虑的非流动资产领域，包括诉讼信托利益、交易申索以及有问题的不动产等。任何一个领域都可能成就好的投资，前提是你有足够的耐心等待你的回报，有足够的经验和时间做必要的功课来了解他们。

市场失灵时，如何谋求超额回报？

当你面临选择哪家公司进行投资的问题时，千万别被问题证券市场上复杂的结构和法律吓倒。他们创造出很多比其他投资领域更严重的失灵情况，这就给了你很多获取超额回报的机会。

成功的秃鹫投资者不介意处理混乱的局面，而其他投资人通常对复杂的重组、被高度监管的企业以及那些陷入诉讼中的企业退避三舍。然而，这些投资最终会产生超额的利润。

你可以利用自己与其他投资人（尤其是公司原始贷款人）的动机差异牟利。那些人几乎没有什么灵活性,一心只想将损失控制到最小。你作为秃鹫投资者，有更大的操控空间，应以回报最大化为目标，不必拘泥于形式。

你还应该记住,市场会对挑战性的事件（尤其是诉讼）反应过度。对于一家面临集体诉讼或者其他大规模法律诉讼的企业来说，市场一般早在法庭对其法律责任做出明确的裁决之前，就已经抛弃了它。

秃鹫投资者应把法律责任看成杠杆的另一种形式，将其与公司的其他债务形式一道代入等式中进行计算。不确定性让其他投资人避而远之，也为丰厚利润创造了机会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

积极参与重组委员会的谈判

一名好的秃鹫投资者永远不应对积极投身到这种混乱中有任何的恐惧。很多问题企业的管理人员不会在结构调整中扮演积极的角色，因为他们是官方的内幕知情人，不能够随心所欲地卖出头寸。我相信，长期的回报值得牺牲流动性。

理想的状况下，秃鹫投资者应该寻求加入债权人委员会，最好在破产程序的后期，在支点证券价格出现大幅下跌之后。这允许你比委员会其他成员更低的成本和更小的风险介入其中，这就给了你更大的灵活性。

你应以积极的策略获得成功，不只是为了积极而积极。关键是通过艰难的基础研究和分析，找出一些应改变的问题，以增加你持有的那个级别债券价值。作为你尽职调查的延伸，你此时必须说服别人相信你是对的。

你还要成为一名经验丰富的谈判者，或拥有一位这样的伙伴。谈判高手对处理复杂局面确实有一手，并能将他多年的真知灼见带到项目中，在正确的时间提出正确的问题。经验可以帮你睁大双眼，发现陷阱，比如利益冲突。这些经常出现在破产案里，还有普通的金融市场里。

秃鹫投资人的信心和灵活性也很重要。要能甘愿站在反对者的立场，直接与市场针锋相对。但你也必须在犯错误的时候马上认识到，并且愿意马上平掉亏损的投资。如果你记住了二八定律，你会认为这样做根本就不丢人。所有的投资人，甚至是最顶尖的，赚到大部分钱的交易，都只占他们所做交易中很小的一部分。

大多数投资人认为，止损很困难。通常，他们都继续持仓，甚至

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

增加亏损的头寸，一直到不能再对真相熟视无睹。一旦到这个时候，他们又倾向于在惊慌失措中抛售。如果你坚持自己的原则，你就可以利用这种趋势，以极大的折扣买入。

秃鹫投资者需要有极大的耐心才会成功。问题企业提供了很多不同的投资机会，做多和做空兼具，一般持续数年之久。如果你等到了最理想的进入点（一般在情绪化的卖家对基础价值最不关注的时候），你的耐心就会得到回报。

跟在很多成功的企业一样，与那些才华横溢而且无论做什么职位，总是对工作充满热情的人共事非常重要。你应该在自己周围聚集这样的人，并在整个行业内发展出一张联系人网络。

找到好的专业顾问也很关键。局面越具挑战性，你就越需要得到好的建议。但心里要清楚，那些按小时收费的专家，包括律师、会计师以及其他的财务顾问，大多会通过拖延工作的时间使自己的收入最大化。所以，留只眼睛在他们身上相当值得。

相信市场的力量，批判政府选择性干预

我对规则深信不疑，也深信大自然有自己的运行之道。在美国大部分的信贷周期里，政府不干预私人企业，《破产法》按正常的方式发挥作用。当公司破产时，持有支点证券的债权人就成为了新老板。

这个程序有一个好处，它自然地重新给那些成功的企业配置资金。虽说贷款人被迫对其贷款做减值处理，而以前的低等级债权人和股权投资人就失去了他们的资本。这是一种有益的教训，迫使贷款人和股权投资人在未来更加小心。

政治家把考虑不周的救助引入公司，从而妨碍投资人和企业汲取

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这个教训。总体来说，我认为救助是糟糕的想法。

最好不要尝试以补贴的方式让死亡的企业复活。当前不承受痛苦，将来肯定将面临更剧烈的痛苦。问题在于被救助公司产生的道德风险。大而不能倒就是一旦政府启动，就很难停下来。政府将在一个挑选赢家和输家的游戏中谢幕，而过程并不总能保证公平。

我们在处理克莱斯勒和通用汽车破产案中看到了这个原则。不可否认，补贴减轻了美国汽车业快速裁员的痛苦，也暂时性地把养老金收益保障公司从重大的打击中拯救出来。

对于那些没有得到救助的企业来说，这样的救助根本毫无公平可言。通过救助通用汽车和克莱斯勒，政府潜在地在远期战略中把福特置于了一个更糟糕的境地。福特汽车没有申请纳税人的资金，为什么福特的股票持有人和工会遭遇这种不公呢？

救助也引发了一个恼人的问题：谁来决定哪些企业和行业应该拿到纳税人的钱？在金融界，这些决策一直都是专横的，让美国国际集团幸存（还给其员工巨额分红），而让瑞富（Refco）和雷曼兄弟破产。

我相信，如果美国国际集团的破产真正扳倒了高盛和摩根士丹利，情况应该会更好。高盛和摩根士丹利消失了，不是世界末日，就像雷曼兄弟、瑞富以及更近的全球曼氏破产了，世界还在。

这样的结果在短期很痛苦，但长期来说会更好。通过救助那些大到不能倒的企业，我们已经产生了一种道德风险，而且很可能让这种情况重演。在任何情况下，我们都已经建立了一种解决倒闭企业的完善机制——《破产法》。

这部法规已经建立了保护措施，允许企业在重组过程中拥有继续经营，赢得暂时的喘息空间。破产法的自动冻结规定，阻止了各种不同等级的债权人和诉讼当事人在企业还在苦苦挣扎的时候一窝蜂地

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

争抢抵押物。《破产法》还包括了很多规定，比如对当前的工资和利益授予管理申索地位，目的是保护问题企业的员工。

保护一些企业不受重组程序管控，把那些坚持这个程序的企业置于了不利的位置。美国政府并没有救助很多已经整体调整了结构的产业，包括纺织业、航空业、电信业、零售业和电器业等。

在这些产业中，每一个企业都有工人失业。但他们中很多人都经过重新培训，或者产业随着市场的变化而变，都变得更有竞争力。资本从遭遇麻烦的行业里退出，重新配置了资源，让新的更有效的企业并购这些传统企业。

维持我们经济体系健康的最好办法就是在企业破产时简单地把他们交给债权人。这种在做法开始的时候可能让人觉得不妥，但得到的结果却要比补贴破产更好。补贴最终惩罚了成功，产生的负面影响大于提供帮助的效果。我们不应害怕改变，应更欢迎改变。

首先，保持灵活性。一名成功的秃鹫投资者必须时刻准备做多或做空，时刻准备资本结构变好或者变坏。

其次，找到你自己觉得舒服的范围。我偏好简单，但那些受到高度监管企业进行的高度复杂的重组，有时候可以产生超额的利润。

最后，保持谦逊。成功的秃鹫投资者愿意承认他们的错误，并平掉亏损的投资。

祝你狩猎愉快！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

营业亏损净值结转

修订后的《美国国内税收法》(*U.S.Internal Revenue Code*) 1986 年版第 172 款，允许公司结转营业亏损净值，对冲未来的收入。因此，该条款减少了其未来收入缴纳的联邦收入所得税，并显著改善其现金状况。对于问题企业来说，这一点一般都非常重要。总的来说，直到重组之前，破产重组公司的收入都是巨额的负数。这种让新股权所有者获得少缴，或者不缴所得税的机会，可能成为一个重要的考量因素。

一家债务企业的营业亏损净值可能是财产中一笔很有价值的资产，这将大大提高重组企业未来的成功概率。营业亏损净值对改善税后的现金流有很大影响。然而，债务人对营业亏损净值的使用范围，可能受到《美国国内税法》第 382 款的限制。

《美国国内税法》第 382 款对“所有权变更”后任何应税年度可用公司营业亏损净值结转冲销的应税收入金额作了限制。一般来说，如果在所有权变更日到来的三年测试期内，持有公司股票超过 5%（按市值计）的大股东中，新股东比市值最小的原大股东增加 50% 的份额，“所有权变更”就出现了。然而，《美国国内税法》第 382 款的限制，在按照经确认的《破产法》第 11 章计划出现的所有权变更的大背景下，适用性明显要比其他背景下的宽松得多。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一般来说，在《破产法》第11章计划造成所有权变更的情况下，企业并不受制于《美国国内税法》382条款限制。除非按照该计划，在所有权变更后，债务人所有权变更前的股票持有人以及在重组过程中出现的“合格的债权人”，立即拥有至少50%的总市值和债务人股票的投票权。

按照《美国国内税法》第382款（1）（6）条，如果企业参照《破产法》第11章和《美国国内税法》第382款（1）（5）条的要求进行重组而正经历所有权变更不适用的情况（要么公司没按该规定组建，要么要求没有能够满足），则以计算第382款限制为目的的债务人合理价值，反应的是在交易中由于债权人放弃申索或者取消以及按照计划进行的新投资所导致的债务人价值的增加。因而，假定债务人价值因重组而增加，那么《美国国内税法》382款（1）（6）条将提供比按照通用条款更高的年度限制，并保留债务人使用他们营业亏损净值更大份额冲销任何变更后收入的能力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

华盛顿国际第七等级持有人申索特别委员会的继续抗辩书

代表华盛顿国际集团有限公司第七等级持有人申索特别委员会参与内华达地区美国破产法院庭审的代理律师包括：

杰弗瑞·L. 乔纳斯先生 布朗路德尼克贝拉克以色列律师事务所 马萨诸塞州波士顿金融中心 1 座 02111 电话：(617) ***-**** 传真：(617) ***-**** 莱斯利·H.P. 沙尔夫先生 布朗路德尼克贝拉克以色列事务所　纽约市时代广场 7 号 10036 电话：(212) ***-**** 传真：(212) ***-****	布雷德·A. 艾克索洛德先生 (内华达证号 5859) 电子申报： 贝克莱辛雷顿事务所 2005 年 12 月 21 日 拉斯维加斯拉斯维加斯南大道 530 号 NV891010 电话：(702) ***-**** 传真：(702) ***-**** 以及雷诺第 1 区普鲁玛斯大街 1875 号 NV89509 电话：(775) ***-**** 传真：(775) ***-****

案由第 11 章

华盛顿国际集团有限公司等重组债务人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

卷宗编号 BK-N-01-31627-GWZ 联合执行

继续抗辩计划编制委员会和重组债务人要求，法庭批准交易清单以及为了经认可的第七等级债权申索持有者的利益，清算剩余的第七等级权证包的命令的动议的联合动议；修改后的还盘（counter-offer，又称还价，受盘人对发盘内容不完全同意而提出修改或变更的表示，是对发盘条件进行添加，限制或其他更改的答复。——译者注）；并继续请求进行权证的登记工作。

日期：2005 年 12 月 23 日

时间：上午 10 ： 00

法官：霍恩・格雷格　W. 翟夫

华盛顿国际第七等级持有人申索特别委员会（下称“特别委员会”），通过联合法律顾问、布朗路德尼克贝拉克以色列事务所和贝克莱辛雷顿事务所，并经由法律顾问，特此提交该继续抗辩书（下称“继续抗辩书”）对计划编制委员会和重组债务人要求法庭批准交易清单以及为了经认可的第七等级债权申索持有者的利益，清算剩余的第七等级权证包的命令的动议的联合动议（下称“动议”）、修改后的还盘，并继续请求进行权证的登记。

为支持本抗辩书，特别委员会特具体详述理由如下：

前　言

1. 法庭已经意识到，特别委员会由该计划约 60% 的持有者组成，他们都具有第七等级申索权。法庭也清醒地认识到，行使权证的截止日期 2006 年 1 月 26 日即将到来，迫切需要完成一个交易，把第七等级权证包中剩余的权证价值最大化。按照之前的说明，由华盛顿国际

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司和委员会联合提出的交易清单（附于动议之后）没有能达成这样的结果。拟议的购买价格不足，交易清单所包含的几个条款和规定减少了第七等级权证包中剩余权证价值。相比于计划所要求的利益，拟议的交易能给第七等级申索人的东西，存在巨大反差。

2. 特别委员会提交了一份针对交易清单的竞标文件，其中包含了一份“更高且更好”的报价，并特此提交修改后的还盘，将进一步提高第七等级申索者收到的价值。修改后的还盘继续制定“最高和最好的”报价，最大化第七等级权证包中的剩余权证的价值。因而，该还盘应得到批准，并被作为竞标的胜出者。

继续反对救援的请求

一、修改后的还盘包含“最高和最好”的报价使第七等级权证包中剩余权证的价值最大化

3. 首先，修改后的还盘的现金对价高于由华盛顿国际报出的条件（法院上，在对动议最后一次听证的最后一分钟，华盛顿国际将其报价提高到 2 500 万美元，以达到与特别委员会最初报价相抗衡的目的）。

4. 其次，修改后的还盘没有增加华盛顿国际不合理的风险和额外的义务，委员会和支付机构也没有以任何方式调降价值。特别委员现在仍然相信，交易清单包含一些表述和保证有些过分，并且禁止提交竞争性投标，而修改后的还盘进一步限制了修改那些表述和保证，反过来增强了其他可选投标的价值。也就是说，修改后的还盘排除了任何对交易清单中包含的表述和保证的修改，以符合哈特·斯科特·洛丁诺法案的要求。然而，修改后的还盘继续对一些对冲活动或者对超

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出《证券法》规定的交易限制表示不满。

5. 华盛顿国际声称，在保护公司不违反证券法规方面，特别委员会修订的表述和保证不及华盛顿国际在交易清单中提出的表述和保证，这个说法没有道理。华盛顿国际提出的表述和保证对权证和权证份额的限制超出了证券法规要求的条件，对潜在的第三方购买者提交竞争性投标的积极性造成了不必要的负面影响。特别委员会建议变更表述和保证的内容，与证券法规通常的做法一致。

6. 华盛顿国际很正确地指出"表述一般覆盖（1）中买方的投资意愿"。对于这个表述，特别委员会的第一个修改建议是在（b）段表述内加入先前缺失的说法，"购买人的保证只限于投资"。正如已经指出的提议，（b）段可以被解读为符合证券法规的要求（也就是按照上市时的登记声明），并禁止出售或分配。修改后的表述简单地提到"购买者不会以违反《证券法》或者任何证券法案规定的任何规则或规章的方式出售或者分配权证或者认股权证"。因此，由特别委员会提出的删除建议，只是允许购买者按照证券法规出售权证或者认股权证，并没有减少对公司的保护，以防其遭受违反证券法规的行为。

7. 华盛顿国际进一步声明，特别委员会所提出的对（c）段的变更建议，没有必要。对于对冲和类似交易的限制，"除非，在所有的情况下，按照《证券法》、适用的州证券法规以及正式公布的相关规定或者规章"，表述是合格的，也是没有意义的。特别委员会对（c）段的修改使表述更为明晰：除非符合证券法规的规定，购买者不会处置权证和认股权证，也不会质疑按照证券法规进行的处置。特别委员会建议删除的那些没有实际意义和混淆语意的表述。

8. 持有受限证券并不被禁止对冲同等级的股票，包括做空交易，这是一项已经被认同了很长时间的原则。持有者只被禁止用受限的证

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

券去平仓自己的空头头寸，除非在卖空时按照《规则》第144款合法交易，也满足《规则》第144款的要求。空头可以按照《规则》第144款（在适用的时候）卖空受限的证券，并在市场上购买受限股票以平仓这些空头头寸。

9. 交易清单中的补偿规定［表述（g）］过头了。按照计划，特别委员会没有必要给第七等级权证的购买者提供此类特别要求的补偿。修改后的还盘以建议的语气向华盛顿国际（此时没有成为成功的购买者）保证，表述和保证将不会影响购买行为和权证的行，并且就算此条被违反，也将获得足够的补救。

10. 特别委员会的修改和删除保证符合联邦证券法规，向这些证券最终的持有者提供最大化的投资灵活性。没有任何理由不进行这些修改。没有修改，任何涉及第七等级权证包中剩余的权证的交易都不可能使这些最终受益者资产的价值最大化。

二、资产清单没有向第七等级申索提供计划中承诺给他们的利益

11. 正如法庭明确认识到的，按照计划中的规定，得到允许的第七等级申索者有权获得可以自由交易的证券、第七等级权证和新普通股。计划中的第5.15A中明确指出：

> 到期日，重组的华盛顿国际将按照计划，发行可销售的第七等级认股权证给第七等级得到允许的申索者。发行第七等级认股权证，给第七等级得到允许的申索者相应的配股，将免于根据《破产法》第1145（a）款要求按适用的证券法规进行登记的规定。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

12. 特别委员会继续抗辩华盛顿国际的交易清单，因为交易清单的内容破坏了计划向第七等级得到允许的申索者提供通过对权证转换的限制从而可自由交易的证券的意愿。法庭不应允许华盛顿国际仅因权证接近到期日，而所有第七等级的申索尚未在第七等级权证包到期前解决，就从根本上改变可发行给第七等级得到允许的申索者证券的条款。

13. 《破产法》第1142款和第105款，与《联邦破产程序规则》第3020（d）款一起，明确赋予法庭签发合理豁免的授权，包括要求权证按照下面“C”部分的规定注册，以确保第七等级申索者争取来的权力。甚至包含在计划中的条款，都能保留下来。

14. 《破产法》1142（a）款指导债务人履行经确认后的计划的条款，还有其他可能限制债务人财务条件的非破产法律、法规或者规则。第1142（b）条款赋予法庭指导债务人或者其他必要的涉事方执行和移交的权利，能够参与并影响由经认可的计划中的资产转移所要求的所有文件。第1142（b）也赋予法庭指导任何必要的涉事方，包括债务人，履行任何其他为完善计划所必需的权力。

15. 第1143（b）条款的范围比单纯的代理要广泛得多。在发布命令执行计划条款时，法庭频繁引用第105款和第1142（b）款。

16. 《破产法》3020（d）规定“不仅是确认令，法庭还可以签发任何必要的其他处置财产的指令。”按照《顾问委员会通知》的要求，《破产法》第3020（d）款“明确了法庭有权对未决事项在确认之前作出决定，并在必要时继续管理资产，例如解决对申索的抗辩”。法庭依照《破产法》第3040（d）获得的权力“与依照《破产法》第1 142(b)款获得的权力同等。”与第1 142款不同,《破产法》第3020(d)处理的事物即使经过计划确认，还是可能留下资产的管理问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

17. 与华盛顿国际的说法不同，要求公司登记权证并不构成《计划》修订，没有必要满足《破产法》第1127款的规定。相比于申请免除《计划》5.15A（a）款要求的登记，权证登记并不能形成更合适的机制，而确保按照《计划》的要求和意图，圆满完成《计划》的委托更麻烦。法庭认为，该变更没有违反第1127款的要求：《计划》延长5年，仍与《计划》一致；事实上，需要彻底实施《破产法》第11章重组。这些内容的缺失，可能使第七等级中获得允许申索的持有人无法收到他们争取的利益，即他们投票批准的《计划》条款，极大地损害第七等级中获得允许的申索人的利益。

三、法庭应该驳回华盛顿国际要求的所有分手费和报销费用

18. 特别委员会重申并继续反对华盛顿国际提出的分手费和报销费用要求，最初反对（a）。在本次庭审前2005年12月8日举行的听证会上，它就（b）所主张的理由，进行整理。

19. 有关分手费问题，引起了特别委员会的持续关注，因华盛顿国际和委员会未能按照新的证券交易委员会33-8591通告对第七等级证券包中剩余的权证进行登记。按照证券交易委员会33-8591通告，证券交易委员会采用最近新的规则，对“著名的有经验的发行人”极大地简化登记程序，自2005年12月1日生效。

20. 像华盛顿国际这样著名的有经验的发行人的新登记过程很高效，费用相对低廉，而且使用起来也简单。按照新的规则，登记说明没有时间、费用、多重申请要求，也不存在证券交易委员会审查的不确定性。著名的有经验的发行人的登记说明在报备时是完全和有效

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的。登记说明表也就是S-3ASR表，也很简洁，允许公司具有最大的灵活性。只需要通过注释简单组合，不需重复已经在发行人提交给证券交易委员会的公告中已经公开的信息。典型的情况下，需要包括在此类登记说明中唯一重要的额外信息，关于将售出股票的股票持有人的信息以及他们与公司间的关系。这些情况，即将出售股票的股票持有人一般都会提供。

21. 每份提交给证券交易委员会的登记说明包括对登记证券有关的费用和支出。通过对由著名的有经验的发行人对申请过程的评估，确定这种评估相对简单而价格低廉。这些申请中的绝大部分公告，与之关联的其他费用，不算登记费的成本费用，还不到3万美元。按照华盛顿国际普通股当前的市场价格，华盛顿国际股票进行登记应付给证券交易委员会要求的登记说明登记费大约1万美元。

22. 按照修改后的还盘中所确定的内容，如果特别委员会成员被挑选为中标者，而且华盛顿国际同意（或者应法庭要求，特别委员会很坚定地相信这属于法庭的权力）登记那些按照行使认股权转售而发行出来的普通股，特别委员会同意向华盛顿国际支付登记这些股份的合理成本和费用，最高达10万美元。比预期的这种申请的成本高了两倍以上的金额，按照其他类似登记说明发行者的申请所公告的成本。特别委员会成员也愿意补偿华盛顿国际提供的包含在登记说明中的有关待售股票持有人和他们分配股票计划的所有信息，这些都包括在按照由登记说明涉及的此类股票持有人提供的书面信息形成的登记说明里。

23. 作为协议的结果，在准备和提交登记说明，解决转售权证行权获得的股票的过程中，华盛顿国际唯一的风险敞口是登记说明中以及以参考登记说明编写的证券交易委员会公告中，有关华盛顿国际实

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

质性的错误陈述和遗漏。华盛顿国际在《证券交易法案 1934》第 10(b) 款已经有一定的风险（涉及其股份的全部买卖）。如果华盛顿国际的证券交易委员会公告不包含任何实质性的错误陈述或者遗漏，按照《证券法案 1933》的第 11 款（目前华盛顿国际搁置的超过 8 万股华盛顿国际为其股权激励计划的股票期权和其他股权奖励而保留的股份），大约 170 万股普通股按要求进行登记方面，将不会给华盛顿国际，或其官员和董事会，增加任何实际的额外风险敞口。

24. 没有经过登记，这些股票在 1 年之内不可以转售给公众，只能按照《证券法案》144 款的限制约束。这些限制极大地压低了权证和股票的价值。

25. 如果委员会和华盛顿国际真正打算对第七等级权证包中的剩余权证价值最大化，并确保第七等级申索者得到他们投票支持《计划》对价的好处，那么，交易清单必须按照修改后的还盘里确定的内容进行修改，包括第七等级权证包中剩余权证的登记。

特别委员会提交的修改后的还盘

26. 本处的附表 1 为特别委员会修改后的还盘，包括一份清洁的版本以及一份标注了针对最初投标和附在动议后面的交易清单的修改。

27. 修改后的还盘继续构成了一份“更高且更好”的报价，高于华盛顿国际和委员会联合提交的报价。因而，修改后的还盘应该得到批准，并应该成为成功的投标。

28. 要是法庭认为有必要举行拍卖，以便为第七等级权证包中剩余的权证确定最高且最好的报价，谨此提出，所建立的招标程序，应

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

该至少包括这样的要求，即所有投标方都必须提交密封的标书。

29. 密封标书拍卖比公开拍卖程序具有更大的优势。最重要的是，密封标书拍卖中的投标人担心输给别的投标人，将提出他们最高而且最好的报价，因而带给资产出售人最高的回报。

30. 鉴于大量的文章都在宣传密封投标拍卖在资产出售中的优点，法庭应该在第七等级权证包剩余的权证的销售时，采用了这个程序。

结　论

31. 综上所述，谨此提出：

a. 交易清单中包含的任何分手费和报账支出都应以驳回；

b. 交易清单中包含的表述和保证必须按照修改后的还盘中拟定的方式进行修订或者删除；

c. 修改后的还盘确实比交易清单更高且更好，应该被批准为成功投标；

d. 法庭作出的与动议有关联的任何其他豁免，与最初反对、特别委员会在 2005 年 12 月 8 日听证会上提出的理由以及本限制性的反对一致。

因此，特别委员会要求，与动议有关的要求如下：

a. 交易清单中包含的任何分手费和报销费用要求均以驳回；

b. 交易清单内所含的表述和保证必须按本抗辩规定修正或者删除；

c. 修改后的还盘确实是比交易清单更高且更好的报价，因此

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

应该被法庭批准为成功投标；

d. 如果有任何别的投标，都应该按照密封投标的方式进行；

e. 法庭应授予本抗辩书所要求的以及更大的豁免，因为它确实公正而合理。

日期：2005 年 12 月 21 日

内华达州拉斯维加斯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

致华盛顿国际董事会的信

2006年7月17日

艾尔·沃德，投资者关系负责人

华盛顿国际集团有限公司

乔治·杰尔丹，首席财务官

华盛顿国际集团有限公司

沃德先生、杰尔丹先生：

舒尔茨资产管理有限公司，以投资顾问的身份负责的不同客户账户（主要包括：舒尔茨基金有限公司、箭头问题证券基金以及特别状况I基金等），共持有大约526 506股华盛顿国际集团有限公司普通股，占总股本的1.1818%。

我们希望管理层尽快设计出一种更加简便的公众披露策略，披露公司如何使用多余现金计划，并最大化长期持股股东的价值。随信附上本公司认为能最好地最大化长期持股股东价值的方法分析。

我们认为，华盛顿国际是一家低估值和低负债率的工程建筑公司。我们敦促管理层采取更为有效的资本结构方式，拉平与投资者之间的鸿沟，这将以最快的速度给投资界传递出一种非常明确的信息。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

华盛顿国际的资产负债表上拥有大量的现金资源，还可以继续增加负债以进一步扩容。我们预计，这部分现金大约 7.42 亿美元，并且相信这些钱应该全部用来回购华盛顿国际股票，以便剩下的股东能够从未来每股收益和现金流的增量中获益。通过拉平估值缺口和回购股票使股东价值最大化。

1. 假定可比企业估值乘数为息税折旧及摊销前利润的 12.0 倍，华盛顿国际当前的股价应为每股 95 美元。
2. 为减小可比企业和华盛顿国际之间巨大的估值缺口，公司需要进行股票回购。该计划近期的资金来源包括：

   a. 资产负债表上现成的 2.92 亿美元现金；

   b. 保守的信贷统计数据产生的新的短期贷款 4.5 亿美元；

   c. 两项合计，可用于股票回购的近期现金总计大约 7.42 亿美元。

在完成此股票回购后，华盛顿国际的股票交易将在更合理的估值乘数内进行，剩余的股东也将从每股未来收益和未来现金流这二者的增值中获益。

我们相信，华盛顿国际将在与可比企业股票 P/E 乘数均值 17.2 倍更加接近的价格上交易，每股 4.18 ~ 4.25 美元的参考盈利（从每股 2.41 ~ 2.44 美元开始）将带来超过每股 90 美元的股价。

公司的息税折旧及摊销前利润与企业净价值乘数应该从目前的 4.1 倍增加到与可比企业平均数 12.0 倍以上更接近的水平。再一次，这将给剩余的股票持有人带来显著的增值。

正如你所想到的，我们也持有同样的看法。作为所有股票持有人的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

代表，董事会应该为自己承担的角色增光添彩，即使面对市场价格超出内部计算的公允价值时，也要保持将公司整体出售的心态。

如果管理层和董事会无法接受我们的建议，不能通过负债融资和股票回购来缩小公司与类似地位企业之间估值上的差异，那么我们就强烈要求董事会找一家有实力的投资银行，帮助研究以公平价格整体出售企业的方案。

我们期待着与你们和董事会一起达成一个统一的目标，强化股东的短期价值。我们相信，与你们全体董事的会面此时此刻很有意义，而且能让你们更好地理解我们在股票持有人价值最大化方面的观点和想法。

仅致诚挚问候。

执行会员

乔治·舒尔茨

抄送：华盛顿国际董事会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股东对温迪克西董事会的控告

在佛罗里达民事局杜瓦尔县第4巡回杜瓦尔县法庭

舒尔茨资产管理有限公司，代表自己以及所有其他类似遭遇的人，作为原告

起　诉

温迪克西商店有限公司、毕洛有限公司、欧宝控股有限公司、欧宝并购有限公司、毕洛控股有限公司、孤星基金V（美国）有限合伙公司、彼得·L. 林奇、伊夫林·V. 弗利特、查尔斯·P. 加西亚、杰瑞·C. 吉拉德、耶夫尼·R. 杰克逊、格里高利·P. 约瑟夫威兹、詹姆斯·P. 奥尔逊、特里·匹兹以及理查德·E. 里维拉等人作为被告。

卷宗号

直接股东集体起诉假公济私和违反委托责任

集体代表

要求法庭审理

股东集体起诉假公济私和违反委托责任

原告舒尔茨资产管理有限公司（原告），由下面签字的律师委托，就本集体诉讼，提出理由如下：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

介 绍

1. 原告是一家长期大量持有温迪克西商店有限公司（简称“温迪克西”，或者“公司”）股票的股东，代表本股东以及其他温迪克西普通股持有人对公司、董事会成员（简称“董事会”或者“个人被告”）、毕洛有限公司及其一些分支机构提起集体诉讼。原告指控被告在拟议中通过不公正的程序，以不公平的而且完全被低估的价格将温迪克西出售给毕洛，证实该行为违反诚信义务或者协同和唆使违反诚信义务。

2. 本次行动寻求衡平法上的救济，依照佛罗里达法律处理假公济私以及因批准拟议的交易而违反诚信义务的行为。

3.2011 年 12 月 19 日，温迪克西和毕洛联合公布，双方已经达成了最后的并购协议。该协议提到，毕洛拟花费大约 5.6 亿美元来购买温迪克西，温迪克西退市。

4. 按照拟议中的交易条款，温迪克西股东将得到每股 9.5 美元的现金。

5. 拟交易中报给温迪克西股东每股 9.5 美元的价格被一些被告描绘为在公告前最后一个交易日收盘价的基础上高达 75% 的溢价。正好相反，真正的溢价(如果有的话)极低。这个程序本质上有很多漏洞，该价格对于温迪克西的股票持有人来说远远不够。

6. 第一，公司最近的一个季度公告每股账面价值 14.98 美元。第二，温迪克西股票在 2011 年 7 月 21 日的交易价格高达 10.08 美元。第三，几位股权研究分析师最近为温迪克西股票设定了 11 美元的目标价格，这个价格远高于交易建议中的价格。实际上，温迪克西在交易建议中报出来的估值遭到了分析师和投资人异口同声的批评，有人把它称为“相当不令人待见”。

7. 商业估值的基本原则明确认为，温迪克西的价值远高于每股 9.5

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美元。比如，交易建议按过去12个月的息税折旧及摊销前收益的2.75倍进行估值。相比较而言，目前温迪克西竞争对手的平均息税折旧及摊销前利润乘数6.58倍。自2000年以来，全球超市并购、乘数的中位数是息税折旧及摊销前利润的7.9倍。

8. 董事会同意了很苛刻的交易保护规定，阻挠甚至排除其他机构给公司提出更好报价的可能。除了其他内容，并购协议还包括1 960万美元的终结费。如果温迪克西与更好的报价方达成协议，公司必须付钱给毕洛。董事会也必须让毕洛知道所有竞争性报价，并且，如果董事会接受更好建议，要给毕洛时间还盘。《并购协议》另外还包括限售规定，禁止温迪克西启动、征求或者鼓励更好的报价。

9. 如果交易建议完成，毕洛和温迪克西的内部人士将因没有支付公平、足额的价格收购公众股东的股票，自己赚得钵满盆满，不可逆地损害原告以及其他跟毕洛无关的温迪克西股东的利益。

10. 交易建议完成时，程序自动触发一些个人被告雇用协议中的控制权变更规定，给他们带来数百万美元的意外之财。控制权变更条款提供了完成交易建议额外的财务动机，而温迪克西的公众股东并无法分享。

11. 跟踪温迪克西交易建议的首席财务顾问高盛公司（“高盛”）与包括毕洛母公司的私人股权基金集团（“孤星基金”）之间存在业务关联，这造成了利益冲突，进一步说明交易建议的整个过程对温迪克西的公众股东来说是不公平的。

12. 正如下面所描述的，交易建议中提出的价格以及毕洛完成交易的建议，两者从根本上说对原告和温迪克西其他公众股票持有人是不公平的。交易建议和被告的行为构成了个人被告对温迪克西公众股东承担的诚信义务的违背，违反了管制被告行为适用的法律标准。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

13. 出于这些理由和下面所述的细节，原告要求进行司法干预，阻止交易完成。一旦交易达成，将导致不可逆的对原告和原告群体的伤害。本次诉讼寻求制止被告的非法行为，并促使公司董事会采取必要的措施，弥补他们违反诚信义务产生的负面影响，措施如下：(i) 采用以让股东价值最大化为目的的出售程序，而不应为个人被告和毕洛利益服务；(ii) 为温迪克西的股东提供足够的信息，帮助他们了解公司的正常估值，做出正确的投票选择。

司法管辖和属地

14. 本次起诉系按照《佛罗里达民事诉讼规则》1.220 规定提起的集体诉讼。

15. 法庭对每一个被告都具有司法管辖权，他们都在佛罗里达做生意、居住，或者属于佛罗里达州的市民。

16. 本次起诉中的诉求都出现或者发生在佛罗里达州的杜瓦尔县，所以，杜瓦尔县符合属地原则。温迪克西在佛罗里达州组建，其业务也主要集中在佛罗里达的杜瓦尔县，所以，本法庭也符合属地原则。

当事方

17. 原告是一家由乔治·舒尔茨于 1998 年创建的投资公司。就此次诉讼相关的情况来看，原告一直都是温迪克西主要的长期持股股东。目前，原告持有 71.1 万股温迪克西普通股股票。

18. 被告温迪克西是一家佛罗里达企业，主要的行政办公地点位于佛罗里达州杰克逊维尔艾吉柯特 5050 号 32254—3699。创办于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1925 年的温迪克西营运着大约 480 家零售百货店，包括大约 380 家店内药房，分布在佛罗里达、亚拉巴马、路易斯安那、佐治亚和密西西比。公司雇用了大约 46 000 名员工。公司的普通股股票在纳斯达克交易所以“WINN”的代码进行交易。

19. 被告彼得·L. 林奇（简称“林奇”）自 2004 年起一直出任公司董事，并于 2007 年起出任董事长。从 2004 年起，林奇还当任温迪克西的首席执行官。

20. 被告伊夫林·V. 弗利特（简称“弗利特”）自 2006 年起出任公司董事。弗利特也是审计委员会的委员。

21. 被告查尔斯·P. 加西亚（简称“加西亚”）自 2006 年起出任公司董事。自 2006 年起，加西亚也是公司审计委员会、提名与法人治理委员会的委员。

22. 被告杰瑞·C. 吉拉德（简称“吉拉德”）自 2006 年起出任公司董事。吉拉德也是审计委员会主席。

23. 被告耶夫尼·R. 杰克逊（简称“杰克逊”）自 2006 年起出任公司董事。杰克逊也是薪酬委员会的主席。

24. 被告格里高利·P. 约瑟夫威兹（简称“约瑟夫威兹”）自 2006 年起出任首席董事。约瑟夫威兹也是审计委员会委员。

25. 被告詹姆斯·P. 奥尔逊（简称“奥尔逊”）自 2007 年出任公司董事。奥尔逊也是薪酬委员会、提名与法人治理委员会委员。

26. 被告特里·匹兹（简称“匹兹”）自 2006 年起出任公司董事。匹兹也是提名和法人治理委员会主席，薪酬委员会委员。

27. 被告理查德·E. 里维拉（简称“里维拉”）自 2006 年起出任公司董事。里维拉也是薪酬委员会委员。

28. 从上面第 19 段到第 27 段中提到的个人被告，他们凭借作为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

温迪克西董事以及委员会成员的地位，在有关的所有时间段一直控制公司和施加影响力，确实控制和影响并导致了温迪克西遭到本次的诉讼行动。

29. 被告欧宝控股有限公司（简称“母公司”），是一家特拉华的有限责任公司，属于毕洛控股有限公司全资持股的分支机构。

30. 被告欧宝并购有限公司（简称“并购公司”）是一家佛罗里达企业，也是由母公司完全持有的分支机构。

31. 被告孤星基金V（美国）有限合伙公司（简称“孤星基金V”），一家特拉华有限合伙企业，是一家私人股权基金，间接持有毕洛。孤星基金V是总部位于达拉斯的投资集团孤星基金的成员企业。孤星基金V已经安排以现金方式给毕洛注资。

32. 被告毕洛控股有限公司（简称“毕洛控股”），一家特拉华的有限责任公司，是一家由孤星基金V持有绝对控股的子公司，也是毕洛的控股公司。

33. 被告毕洛，一家特拉华有限责任公司，是一家区域性的超级市场连锁企业，拥有分布在卡罗莱纳、佐治亚和田纳西的205家商店。毕洛的品牌包括全国性的名称和毕洛的自有商标，包括：南方烘烤糕点（Southern Hearth Bakery）产品、全链（Full Circle）天然和有机食品、高健（Top Care）健康和美容用品以及掌香（Paws Premium）宠物食品。这家由弗兰克·奥特洛于1961年创办的连锁企业，由孤星基金V绝对控股，在2005年收购了毕洛有限公司及其原来的兄弟连锁企业布鲁诺的超市。

34. 母公司、并购公司、毕洛控股、孤星基金V以及毕洛有限公司在本起诉书里合称为“毕洛被告群。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个人被告的诚信责任

35. 由于个人被告在温迪克西的董事和委员会成员地位，他们与原告和其他普通股持有人之间存在委托代理关系，对原告和其他在同一等级的成员负有最高善意、公平交易、忠诚和完全彻底披露信息的责任。

36. 所有个人被告都要求以诚信、公司股东最大利益为行事标准。在这样的情况下，包括合理的质询，都应以一个稳健的普通人的做法为期望标准。在上市公司董事从事可能导致公司控制权变动的交易的情况下，适用的州法律要求董事采取一切合理的必要手段，使股东将要获得的价值最大化，而不是利用控制权的变动为自己中饱私囊。为了尽最大努力完成这个责任，上市公司董事不得有任何以下行为：

a. 负面影响公司股东所持有的股票价值；

b. 从合同上禁止他们履行或者执行委托责任；

c. 不鼓励甚至禁止其他人竞价购买企业的控制权或者资产；

d. 负面影响其他寻找和保障公司的股东在现状下能够合理得到的最大价值。

37. 正如所描述的，个人被告已经采取行动，设计阻挠其他潜在并购者的更高报价，以确保一个投标人，而且只有毕洛投标。毕洛和一些个人被告以有利的条款购买温迪克西，给公司的公众股东造成损失，他们将永久性地被剥夺公司未来增长的利益。对于这些合理行为，个人被告很轻率地违反了诚信义务。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

集体诉讼主张

38. 原告按照《佛罗里达州民事诉讼规则》1.220(a)和1.220(b)(1)和（b）（2），以个人身份，并代表公司其他股票持有人（不包括本案的被告，还有与他们和他们利益上的继任者相关或从属的所有个人、企业、信托、公司）。受害者正遭遇或者即将遭遇由被告行为所导致的伤害的威胁，这些行为将在本诉状里被描述为集体行为（“集体”）。

39. 把本次起诉作为集体诉讼是合理的，主要理由如下：

a. 集体人数如此庞大，以至于要所有人参与是不现实的。以2011年10月19日为例，温迪克西流通的普通股超过了5 600万股。有理由假定温迪克西普通股持有人的地理分布遍及整个美国。

b. 集体概念存在很普遍的法律和事实问题，这些法律和事实超越了各个集体人数的问题。常见的问题主要有以下几点：

(a) 个人被告是否已经并且将继续从事于一份以集体成员的代价为自己和毕洛谋取私利的计划方案；

(b) 个人被告是否履行，或者有能力履行他们对原告及集体中其他成员的委托义务，包括诚信、公平交易、忠诚、谨慎和坦诚；

(c) 个人被告违反他们诚信、公平交易、忠诚、谨慎和坦诚的委托义务的行为是否以故意、草率和纵容的方式施行；

(d) 毕洛是否协助和怂恿了个人被告违反委托义务；

(e) 如果被告交易建议的执行不被终止，原告和集体中的其他成员是否会受到无法弥补的伤害。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

40. 原告决心起诉这种行为，并且已经拥有应对这种性质诉讼的经验丰富的律师。原告是这些遭受伤害的普通股持有人的独特代表。

41. 集体诉讼是目前解决这场争议最公平有效的司法方式。让遭到伤害或者即将遭到伤害的每一个集体成员进行单独的诉讼是不现实的，也不是大家期望的。

42. 被告已经在，或者将继续在总体上以集体方式相互联系，因而集体作出最终的裁决或者相应的宣判顺理成章。

实质性主张

公司的背景

43. 温迪克西是国内最大的食品零售商之一，在财富500强中列第340位。公司的门店提供百货、乳制品、冷冻食品、肉类、海产品、特产、熟食、糕点、花草、健康美容以及其他的常规商品。温迪克西的商店还提供药品、蒸馏酒以及燃料产品。公司在自己的商店里提供全国品牌的产品，也提供自有品牌的产品。

44. 在一些最有吸引力、增长最快速和人口高密度的美国东南部地区，温迪克西拥有很强的竞争力，占有较大的市场份额。公司独有的《消费者回馈卡》项目让它获取并利用专有的资料为自己的门店配置商品，以迎合各种不同的消费趋势。在温迪克西很多的创新中，公司曾对西班牙裔、非洲裔美国人以及犹太消费者群体做了进行了推销。

45. 2005年2月22日，温迪克西按《破产法》第11章规定申请破产，以应对金融和营运方面的挑战。

46. 2006年11月21日，温迪克西获得7.25亿美元的退出融资，并建立了一个新的董事会，从第11章的破产保护中走了出来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

47. 为了推出重组计划，也作为重组计划的一部分，温迪克西关闭了高峰时期拥有的1 000家以上门店中的大部分。温迪克西把其转型的大部分精力放到对少数现有门店进行现代化改造上面，以提高门店的销量和容量。从那时起，改造策略很艰难地推动公司前进。

48. 温迪克西2011年的目标已经确定为在年内完成17家店的改造。而且，公司已经声明将在一定时间内对大约60%的仓储基地进行改造。

49. 杰弗瑞公司的一位股权分析师在2011年11月8日说过，“显而易见被低估的股权、（温迪克西）相对清爽的资产负债表、专注的管理团队和改造项目初见成效，会帮助提高公司的长期绩效。”

50. 在最近的一个季度里，温迪克西的收入比上年同期增长了3.1%，但公司发布公布大约2 400万美元亏损。相比于上年度7 680万美元的亏损，公司今年能大幅减少亏损。

51. 个人被告没有努力完成公司的改造策略，也没有提出其他策略来为温迪克西股东创造长期的价值，反而为了自己和毕洛的利益，牺牲公众股东，达成了该项交易建议。在公司股票以低于历史平均水平的价位上进行交易、在公司的改造策略显露出盈利迹象的时候卖掉公司，个人被告的这种做法使公司的股东无法收获其长期策略带来的利益。

交易建议

52. 2011年12月19日，温迪克西向证券交易委员会（简称“证交会”）提交了8-K表，它宣布个人被告一致批准了该交易，交易建议已经达成。

53. 合并后成立的这家私人企业将在8个州拥有690家店，63 000名员工。温迪克西将成为一家私人企业的分支机构，其股票从纳斯达克股票交易所摘牌。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

54. 一个经历破产闹剧的董事会，曾一度专注于削减门店数量，居然同意成为一个没有太多协同效应的百货连锁大鳄的一部分。说到交易建议创造出的开店情况时，毕洛董事长伦道尔·安思德强调，温迪克西和毕洛的市场没有重叠。

55. 按照交易建议的条款，毕洛将以每股 9.5 美元的价格现金购买温迪克西所有流通的普通股。据此，公司估值大约为 5.6 亿美元。交易建议希望在 2011 年的第一或者第二个季度完成。

56. 毕洛打算以来自德意志银行信托美国公司、花旗集团全球市场有限公司（简称“花旗”），以及孤星基金的资本为收购提供融资支持。

57. 温迪克西股票的价格在交易建议的刺激下大涨。《巴伦周刊》报道称“市场对此项目似乎表现得有些将信将疑，股价目前上涨了大约 71%，达到差不多 9.3 美元的水平。”

本质上不公平的过程没有最大化股东的价值

58. 在公布交易建议的新闻通稿中，被告人暗示交易建议报出的每股 9.5 美元的价格，表现出了给温迪克西流通股一份慷慨的溢价。被告强调，该价格在公告前最后一个交易日的收盘价基础上有 75% 的溢价。然而，对温迪克西历史股价的仔细研究会发现，最近的目标价格以及息税折旧及摊销前利润，全都显示每股 9.5 美元的报价是远远不够的，任何所谓的溢价都不能反映公司真正的内在价值。

59. 交易建议中报出的价格，相当于 5 个月前温迪克西每股 10.08 美元交易价格折价 6%。公司报道了其账面价值每股 14.98 美元，现金 1.68 亿美元，最近一个季度没有负债。

60. 分析师最近为温迪克西制定的目标价格表明，交易建议的报

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价严重低估了股票价格，凸显了被告所采用的程序上的问题。2010年6月1日，为交易建议提供融资服务的花旗公布了一位分析师题为《藤上留下大量的果子供采摘：购买温迪克西》的报告。在这份报告中，花旗给公司报出的目标价格为11美元。巴克莱资本2011年8月31日的一份研究报告维持了温迪克西11美元的目标价格。2011年8月31日，花旗再次维持公司的目标价格为11美元。“交易建议的估值很难令人信服”，纽约古根海姆证券有限公司的一位分析师约翰·海恩波克尔（John Heinbockel）这样评论。

61. 交易建议提出的这份估值进一步证明董事会在最大化股东价值方面的无能，他们居然认为温迪克西应以过去12个月息税折旧及摊销前利润的2.75倍作价。

这个价格极大地低于目前对温迪克西竞争对手6.58倍的息税折旧及摊销前利润。按照彭博社的数据，从2000年起，全球交易中超级市场息税折旧及摊销前利润乘数的中位数为7.9倍。

62. 在破产中，温迪克西的财务顾问黑石集团对公司的估值在6.25亿美元至8.9亿美元之间。这份估值收录在重组完成后公司的《披露声明》中，远高于交易建议中报给温迪克西股东的价值。

63. 对于那些见证公司成功转型的温迪克西股东来说，交易建议没有提供机会让他们分享公司未来的成功。温迪克西股东没有获得将其股份变成新的合并实体的股份的选择，而被迫以每股固定的9.5美元的价格变现。

64. 交易建议没有对温迪克西巨大的税务资产进行估值。众所周知，温迪克西持有营业亏损结转税收资产（“营业亏损净值”），可以抵扣未来7.5亿美元以上的联邦应税所得以及超过8.5亿的州应税所得（合计营业亏损净值超过16亿美元）。交易建议似乎对该笔巨额营

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业亏损净值资产视而不见。

65. 通过投机不合理的出售时机和低估温迪克西的价值，按照反映公司缓慢转型现状的资本情况进行设计，毕洛以普通股股东毫不公平的价格制定交易建议。

66. 简单地说，被告公然不使股东的价值最大化，尤其不通过公平的程序出卖公司，并以排他的交易保护措施锁定交易建议。最终的结果就是温迪克西的股东不能完全得到其股权的价值，并且不得参与到公司未来的成功之中。这种无法弥补的伤害无法通过法律的补救而得以弥补。唯一的补救就是一道禁制完成交易建议的禁令。

给一些公司官员和董事的控制权变更赔款

67. 被告有法律义务在公司的任何出售或者并购中以合理可能的方式获得最大的价值，保护温迪克西公众股东利益，但是，被告却以极端不合理的价格达成了交易建议。一些公司高管，包括林奇，在交易建议中没有给予足够的考量，却在交易建议结束后坐享丰厚的控制权变更补偿。

68. 按照温迪克西2011年9月27日的DEF 14A表格申请的内容，被告人林奇会在公司结束营业后，或者所有权变更完成两年内，无需任何理由，收到大约600万美元。

69. 一份公布交易建议的新闻通稿指出，温迪克西的高管将在一段时期内留任，新公司需要他们：

毕洛与温迪克西不希望看到现在有任何门店因合并而关闭。合并后的公司管理团队结构和总部地点将在双方接近达成最终交易时确定。大家期望合并后的公司保持格林维尔和杰克逊维尔的原有模式不变。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

70. 对于温迪克西的内部人士来说，交易建议是一个非常有利可图的交易，给他们提供了数不胜数的利益，而这些利益原告与集体却分享不到。在个人被告在谈判交易建议过程中，交易建议的时机和结构也存在公平问题。

交易建议因利益冲突而存在内在的裂隙

71. 个人被告已经创建了出售程序，但温迪克西的财务顾问和毕洛的财务幕后决定人之间的分歧使这个程序存在内生性的裂隙。高盛是温迪克西的财务顾问。孤星基金是该交易建议幕后的私人股权合伙人，高盛与其有长期的合作关系。孤星基金参与了高盛在日本经济泡沫于20世纪90年代破灭后的一系列难以为继的日本高尔夫球场的并购案。最近，孤星基金发布消息称，他们计划将这些资产剥离掉一些。

72. 个人被告知道利益冲突，却还按照花旗集团的建议选择执行交易建议。

董事会同意并购协议中不合理的交易保护规定

73. 董事会不只同意了一个不公平的价格，还通过采取毫无道理的交易保护规定来确保交易建议成功。比如，在并购协议中包含“禁止招揽”（或者“限售”）规定，防止董事会邀请任何其他机构为公司投出更好的报价。这条禁止性的限售规定极大地限制了董事会接收到更优秀的方案，让董事会的策略选择极度狭窄，因而使温迪克西的股东无法得到其股票的最大价值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

74. 并购协议还授予毕洛对任何竞争性报价作出反应的权力。一旦有来自第三方的投标，温迪克西必须通知毕洛，并给它5个工作日修改其报价，或者说服董事会不改变他们对交易建议的看法。这个条款给毕洛提供了重复投标以对抗任何优秀报价的机会，并保证了毕洛可以站在温迪克西对第二投标人尽职调查的基础上报价。对于温迪克西的公众股东来说，这是不利的：所有毕洛潜在的竞争对手会被阻碍，他们不敢提交更好的标书。

75. 董事会同意，公司如果接受了来自其他投标人更好的报价，或者其他类似情况，将向毕洛赔付1 960万美元的终止费，并且终止费由第三方购买者支付。这无疑推高了竞争报价的成本，因而成为更管用的威慑。另外，终止费将本应该作为额外并购对价，付给温迪克西的股东，现在被潜在地转拨给了被告人毕洛。

76. 限售、还盘权以及终止费规定，共同阻止竞争对手投标，剥夺了董事会合理行使其委托义务最大化股东价值的权力。

77. 交易保护规定建立了竞争报价的壁垒，极大地提高了交易建议完成的可能性，使温迪克西的股东考虑更佳投资的机会受到了限制。综合考虑以上问题和最近报给温迪克西股票持有人的较低的报价，这些规定无法被看成是合理的，也不可能是适当的。

78. 交易保护规定毫无道理地限制了董事会自由寻找其他交易的能力。综合起来看，这些各不相同的规定让人不再有理由期望董事会会履行对温迪克西股票持有人的委托义务，甚至不期望他们有能力履行这个委托义务。因而，交易保护规定是不公平的，法庭应剥夺董事会的委托义务，以不合法为由否决交易建议。

79. 综上所述，被告从事了对原告以及集体成员不公平的假公济私行为，并且相互间从事，而且极大地支持并协助违反各自对被告和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

集体委托义务的行为。

80. 在被告毕洛的协助和怂恿下，个人被告为交易建议选定了时机，以便毕洛不用支付温迪克西公众股东足够或者公平的价格，就完全谋取了公司的未来潜力。

81. 除非遭到法庭的禁止，否则个人被告将继续以故意的、轻率的和肆意妄为的方式，违反自己对原告和集体的委托义务，完成交易建议，给原告和集体带来无法弥补的伤害。

起诉的第一个理由

故意、轻率和肆意妄为地违反（对原告和集体的）委托义务

82. 原告重申，并重复本诉状中提出的每一条理由。

83. 个人被告从来没有公布一次积极的拍卖、公开竞标或者其他做法，给温迪克西的股东带来最大价值。他们不仅没有尽力为温迪克西的股东谋取合理的最高价格，反而采取了只会带给自己和毕洛利益的行为，还禁止对股东价值的最大化。

84. 个人被告过去和现在应当承担的义务：

a. 在采取或同意限制采取行动之前，完整地告知温迪克西的市场价值；

b. 按照股权持有人的最大利益行事；

c. 最大化股东的价值；

d. 在即将发生的交易会给公司带来实质性改变，并影响公司独立存在的时候，争取最好的融资和其他条款；

e. 按照诚信、公平交易、小心谨慎和忠诚的基本责任，采取行动。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

85. 本诉状声明：个人被告单独或者作为一份普通计划和规划的组成部分，或者违反对原告和其他集体成员的委托义务，其行为、交易和实施过程都故意、轻率和肆意妄为地执行和遵从同一种程序。这种程序剥夺了原告和其他集体成员在温迪克西投资上理应获得的真实价值。

86. 如果这些被告的行为得到允许，温迪克西的股票持有人将被剥夺获得大量收益的机会。如果被告诚实与其他恶意的并购者进行谈判，被迫成为这种程序的一部分，那么积极的拍卖或者公开招标程序可能提供解决问题的机会。

87. 上述行动、做法和行为表明，个人被告以故意、轻率和肆意妄为的方式，未能履行他们对原告和其他温迪克西公众股东所承担的基本的关心和勤勉。这种错误得到了被告温迪克西以及被告毕洛的支持、协助和唆使，他们故意为个人被告的错误行为推波助澜。

88. 由于上述事实，原告要求个人被告必须马上履行其委托义务：

a. 以并购候选者的身份对温迪克西的价值做独立的评估；

b. 废除妨碍最大化股东价值的一切协议，包括但不限于交易建议、交易建议中的终止费规定、对公司权力协议的所有更改以及为温迪克西内部知情人提供职位的所有协议；

c. 任命一个成员之间真正独立的委员会，以便温迪克西公众股东的利益能够得到保护，而且，任何后续的报价都必须按照温迪克西公众股东的利益进行考量和谈判；

d. 关于温迪克西的出售和并购问题，诚心诚意地跟任何有兴趣的第三方进行谈判。

89. 由于个人被告至今未能采取这些措施，原告及集体中的其他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成员已经并且将要受到伤害：他们已经而且将被剥夺为他们的股票获得公平价格的权利。

90. 个人被告不会诚实对待原告和其他集体成员，并且已经违反，并将继续违反他们对原告和集体成员所承担的委托责任。

91. 由于个人被告的非法行为，原告和其他集体成员将会受到无法弥补的伤害，他们将不能为温迪克西的资产、业务获得公平的价值，将被剥夺他们在公司股权上的真正价值的权利。除非个人被告的行为被法庭制止，个人被告将会继续违反，或者帮助并唆使违反他们对原告和集体成员所负有的委托责任，形成一个抑制最大化股东价值的程序。

92. 原告与其他集体成员没有得到足够的法律补偿。

93. 在针对被告的集体诉讼中，原告要求获得禁令救助这种非经济利益。原告的律师有权收回其代表集体参加非经济利益会议的合理的律师费，并将在合适的时候寻求该项费用和支出的划拨。

94. 原告重申，并重复本诉状中提出的每一条理由。

起诉的第二个理由

帮助并唆使个人被告违反委托责任

（仅针对毕洛被告）

95. 本诉状起诉毕洛被告被的理由：帮助并唆使上述的个人被告违反委托责任。

96. 个人被告违反了他们对温迪克西股东所负有的诚实、公平交易、忠诚和谨慎的责任，未能够：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

a. 在达成交易建议之前，完整地告知温迪克西的市场价值；

b. 按照股权持有人的最大利益行事；

c. 最大化股东的价值；

d. 在即将发生的交易会给公司带来实质性改变，并影响公司独立存在的时候，争取最好的融资和其他条款；

f. 按照诚信、公平交易、小心谨慎和忠诚的基本责任，采取行动。

97. 如果没有被告毕洛的指示，违反委托责任的事宜不会也不应该发生。毕洛通过与温迪克西达成交易建议来帮助、唆使了这种违反行为。

98. 毕洛被告知道，它正在帮助并唆使个人被告违反对温迪克西股东的委托责任。

99. 在个人被告违反其对温迪克西股东所负有的委托责任的过程中，毕洛被告提供了不可替代的帮助。

100. 由于毕洛被告人对个人被告违反委托责任方面的帮助和唆使，原告和集体中的其他成员已经或者即将遭遇损害，他们已经或者即将被剥夺为他们的股票争取公平价格的权力。

101. 由于毕洛被告人的非法行为，原告和集体中的其他成员将会受到无法弥补的伤害，他们将不能为温迪克西的资产和业务获得公平的价值，将被剥夺获得他们公司股权的真实价值的权力。除非毕洛被告人的行为被法庭禁止，他们将继续帮助并唆使个人被告违反自己对原告和集体成员所担负的委托责任，将帮助并唆使通过一个禁止股东价值最大化的程序。

102. 原告和其他集体成员没有获得足够的法律补偿。

103. 在针对被告的集体诉讼中，原告要求获得禁令救助这种非经济利益。原告的律师有权收回其代表集体非经济利益会议的合理的律

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

师费，并将在合适的时候寻求该项费用和支出的划拨。

恳请制止侵权

因而，原告要求判决、初步并永久性地制止侵权，包括强制性制止，支持原告也支持集体，并制裁被告，具体如下：

a. 宣布本诉讼作为集体诉讼是合理可行的，并认可原告为集体代表，原告的律师是集体的律师；

b. 宣布并判定交易建议违反了个人被告的委托责任，交易建议是非法的、无效的；

c. 禁止被告继续履行交易建议；

d. 禁止被告完成交易建议，除非并直到被告实施为公司获取最高的潜在价格的措施；

e. 指导个人被告行使他们的委托责任，获得符合股东最大利益的交易，直到公司的出售或者拍卖完成，并获得了最高的潜在价格；

f. 承担本次诉讼的成本和支出，包括合理的律师和专家费用；

g. 授予法庭认为公平合理的此类以及进一步的制止令。

要求陪审团判决

原告特此要求陪审团对所有这些很容易裁决的问题作出裁决。

日期：2011 年 12 月 __ 日

罗宾斯吉勒路德曼与多德事务所

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

斯图尔特 ·A. 戴维森

佛罗里达州执业号：*********

卡琳 ·A. 奥布莱恩

佛罗里达州执业号：******

马克 ·J. 德尔曼

佛罗里达州执业号：******

克里斯托弗 ·C. 马丁

佛罗里达州执业号： *****

斯图尔特 ·A. 戴维森

罗卡拉顿 500 区普拉美图公园东路 120 号

佛罗里达 33432

电话：(561) ***-****

传真：(561) ***-****

罗宾斯吉勒路德曼与多德事务所

兰道尔 ·J. 巴伦

小 A· 里克 · 阿特伍德

大卫 ·T. 维斯布鲁克

圣迭戈 1900 区百老汇西路 655，CA 92101

电话： (619) ***-****

传真： (619)***-****

莫特雷 · 赖斯事务所

优素福 ·F. 赖斯

安 ·K. 利特

威廉姆斯 ·S. 诺顿

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大卫·P. 阿贝尔

快乐山桥边大街 28 号 SC 29464

电话：(843) ***-****

传真：(843) ***-****

原告代理律师

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

舒尔茨资产管理公司对欧文斯·科宁披露声明的抗辩

特拉华地区美国破产法院

案由

第 11 章

欧文斯·科宁等，债务人

卷宗号 00-3837 (JKF)

(共同管理)

舒尔茨资产管理公司对有关欧文斯·科宁及其附属债务人以及持产债务人联合计划第 6 修正案以及审批权提供和相关问题法庭裁决的披露公告的抗辩。

舒尔茨资产管理公司通过其不同的客户账户持有超过 6 000 万美元以上面值的属于计划内 5A 级的债券（包括 1 500 万美元面值，2018 年到期的欧文斯·科宁利率 7.5% 债券；2 257.5 万美元面值，2005 年到期的欧文斯·科宁利率 7.5% 债券；610 万美元面值，2008 年到期的欧文斯·科宁利率 7.7% 债券；680 万美元面值，2009 年到期利率 7% 债券；395 万美元面值，2002 年到期的欧文斯·科宁利率 8.875% 债券以及 490.8 万美元面值，2000 年到期，欧文斯·科宁利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

率 7.25% DM 债券），特此提交对就有关欧文斯·科宁及其附属债务人以及持产债务人联合计划第 6 修正案以及审批权提供接受程序和相关问题法庭裁决的披露公告的抗辩，理由陈述如下：

初步说明

计划比早前所提出的建议计划有了很大的改进，但仍不符合《破产法》的规定。它违反了绝对优先规则，把价值输送给偏好的 A11 级的证券持有人、A12 级的股权持有人，而高等级的 A5 级、A6-A 级和 A6-B 级债券持有人没有收回全部回款。该计划的更多错误包括：

a. 违反绝对优先规则和不公平的歧视。计划将可估值的资产，以购买债务人重组后的股票权证的方式，按每股 42.50 美元的行权价（几乎是重组后债务人股权所对应的价值），发行给次级优先证券持有人（A11 级）和老的股权持有人（A12 级），而 A5 级、A6-A 级和 A6-B 级的高等级债持有人并没有收回全部回款。这显然是无法接受的，其侵犯了《破产法》第 1129（b）款规定的绝对优先规则。

b. 无法理喻的概念混淆。计划截然不同地对待 A5 级和 A6-B，而没有对此给出合理的区分基础。对类似地位的债权人单独分类而又没有合理的商务和法律理由，使得一个计划让人无法接受。

c. 不符合法律适用要求。计划不符合所适用的《破产法》的规定。计划对银行债持有人以及针对这些持有人所采取的财产因素的申索行为，制定了不合适的解决办法。计划提出了对债务人董事会、管理层和其他非债务方不予追究、解雇、免责，这些规

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

定既不合理，也不符合债权人的最大利益。

d. 缺乏诚信。计划不是以诚信的方式提出，而是以法律禁止的方式提出。债务人（以及他们的董事会和官员）没有公布和说明解决银行债持有人问题的基础，而且公然违反绝对优先规则，将收回的资产分给次级的债权人和股权人。为了证明以上所述的任何一个事实的公正性，采用的标准就必须公布出来。解决问题的各方之间任何的利益冲突，都应该公开。

f. 不符合利益最大化原则。以上的因素表明，计划没有满足 A5 级债务人的最大利益。

按照公认的法则，如果一项计划明显是无法确定的，与之相关的披露公告就不应该批准，不需为计划组织不必要的征询程序，以避免财产和司法资源的浪费。出于上述理由，披露公告不应该获得批准。

就算计划可以得到确认（当然不行），按照《破产法》第 2235 款的规定，披露公告也不能批准，其错误表述或者遗漏利益相关方恰当评估计划所需的实质信息。在对确认计划的投票中，披露公告没有给债权人提供足够的信息，他们无法做出信息充分的决策，包括最近有关的处理情况。一方面，各方之间与《计划支持协议》的利益冲突；另一方面，A5 级债权人不属于《计划支持协议》的任何一方。披露公告也未能足够地披露（如果还有点披露的话）以下事项：

a. 怎么解决银行债务争端和保持起诉理由合理性、公平性和公正性；

b. 如果有的话，什么是解决起诉前水火不容的优先证券和股权派别之间存在问题的基础，这些违反绝对优先规则，将巨额资产分配给 A11 级和 A12 级债务人的行为，使高级债权人利益

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

受损；

c. 对于 A5 级的债券持有人（获得重组公司的股票）和其他 A6-B 级的高等级债权人（现金方式获得全部的财产）的独立的分类，如果有的话，截然不同的财产回收方式，其业务和法律上的合理性是什么。

基于上述和其他将在后面作更详细讨论的理由，披露公告不应该获得批准。

理　由

一、有关计划的披露公告显然无法自圆其说，不应该获得批准

1. 美国各地的法庭已经认识到，当一个重组计划包含了基础性的法律缺陷，无法最终得到认同，对那个计划缺陷的反对意见应该在批准与该计划相关的披露声明之前举行听证。得出这样结论的目的，避免把时间和资源浪费在一个没有认同的计划进行征求意见的投票上。从表面看，如果计划无法得到认同，那么法庭将不支持征询投票和寻求认同。允许未被认同的计划跟随披露公告，并据此进行总结，不仅使信息不足的情况愈发严重，也会误导债权人，并且产生毫无必要的支出。

2. 正如下面所讨论的，该计划显然无法得到认同。因此，法庭不应该批准披露公告。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二、该计划显然无法得到认同

（一）该计划建立在一个对银行债务持有人不合理的处理上

3. 重组计划应该合法地提供“对归属于债务人或者财产的任何申索或者利益的处置或者调整。”法庭应该考虑计划中所作处置的适当性。破产法院可以批准重组计划中包含的处理或者和解意见，但这样的处理必须公平公正。

4. 该计划违反了《破产法》第1123章（b）（3）（A）和《规则》第9 019款，既对银行持有人的申索（A4-14级）的无理、不公平且不公正的处置，又没有提出了针对银行持有人的起诉理由。

5. 在该计划下，银行持有人将得到的会比他们按照《1997信贷协议》以及其他证明他们起诉前的申索文件中所能得到的更多。比如，银行持有人按照该计划得到申索面值的164%。

6. 计划在没有任何对价的条件下实质性地放弃了银行持有人诉状中提出的起诉理由，包括回避欺骗性地转移其支持银行持有人164%回收债务的下属机构担保问题。

7. 之前代表高等级债权人反对A11级次级债权人和A12级股权持有人的处理办法，现在已经像其他组成层级提出的任何挑战一样，通过《计划支持协议》来解决问题。然而，很多《计划支持协议》参与方之间显而易见的矛盾还没有完全摸清楚并充分地暴露出来。只要这些参与方持有A5级和A11或者A12级这几种申索，他们之间利益上的矛盾就应该完全揭示出来。

（二）计划违反了绝对优先规则

8. 该计划不能被认可，它规定次级债权人（A11级）和股权持有人（A12级）会收到用以交换他们申索的价值，而包括A5

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

级的高级债权人却没有得到全额赔付，从而违反了《破产法》第1129章（b）的规定。第1129（a）（1）款规定，重组计划的第11章只有在计划满足破产法所有适用条款时才可以被认可。第1129（b）（2）（B）（ii）款规定“任何申索或者利益的持有人，如果申索或者利益的等级低于这种等级，在该计划下这种低级别申索或者利益将不会获得或者保留任何财产。”最高法院说明，规定有异议的无担保债权人等级应该在任何低等级（按照重组）计划获得或者保留任何财产之前得到全额赔偿。法庭坚持“没有什么质疑，这种被告（当前的股权持有人）保留（重组债务人的）权益重组计划与绝对优先规则是矛盾的。”

9. 计划中对于A11级和A12级的处理建议，明显违反了绝对优先规则。因此，计划对于A5级中的无担保债权人来说是不公平的，不能得到认同。

三、披露公告没有包含足够的信息，因而不能被批准

10.《破产法》1125（b）款要求披露公告包含“足够的信息。”

11. 是否提供了足够的信息让申索或者利益持有者能投票进行评估，包括所有当时计划的支持者了解的因素。

12. 按照上述法令和案例法原则，法庭不应该批准公告的披露，因为它未能足够地披露下面的信息，而这些信息对于利益各方恰当地评估计划至关重要：

a. 股权特别委员会成员与优先股股东、债券持有人特别委员会成员、无担保债权人官方委员会成员以及签署《计划支持协议》各方之间的利益冲突细节。A5级债权人不属于以上任何一家组织。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

b. 银行申索应该公平地处于从属地位，这些申索如何处理，为什么要处理以及什么其他考虑的细节。

c. 股权特别委员会和优先股票持有人提出的申索细节，这些申索如何处理，为什么处理以及什么其他考虑的细节？没有更多的披露，只是表面看起来股权和优先股持有人似乎将会得到 2 亿美元以上的价值，以解决他们最初时的申索，但那些比股权和优先股利益更高等级的债权人收不到全部回款。

d. 为什么给次等级提供对价，而高债券持有人等级如果不新投入资金，得到的就少于全部回款的细节。

e. 计划给低等级的债券持有人对价和任何此类支付合 理性的细节。如果这项支付是为了解决起诉理由，那么计划未能足够地披露上述起诉理由，也未能解释为什么作为地产中的一项资产整体起诉不会更有价值。

保留权利

13. 舒尔茨明确保留其权利、申索、利益以及补救，包括，但不限于（a）补充本反对意见的权利，（b）申请和起诉在任何基础上对计划的反对（包括，但不限于，与债务人的清算和估值分析有关的任何事项，任何按照《破产法》第 1129（b）款对计划的任何牵强附会的建议和任何申索和利益的服从，（c）对上述任何问题进行揭示和提交证据的权力以及（d）如果债务人的排他时间限制按照《破产法》第 1121 款结束，寻求本案中替代计划确认的权力。

日期：2006 年 6 月 29 日

里德 · 史密斯事务所

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

提交人：

科特·吉文尼

以及

詹姆斯·C. 麦卡洛先生

纽约莱克星顿大道 599 号，NY10022

电话：(212) ***-****

传真：(212) ***-****

舒尔茨资产管理有限公司的代理律师

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

致　谢

没有哪一项大型的工程是靠某一个人的努力完成的。在长达十余年的时间里，除了我的合作作者简奈特·刘易丝，很多人都在本书的写作、编辑和内容的确定过程中给了我很多帮助。舒尔茨资产管理有限公司，无论是现在的还是以前的员工，全都在这些方面给我提供了卓有成效的帮助，我希望借此机会对他们的重大贡献表示感谢。这些年曾经和我一起共过事的很多律师、投资银行家以及其他领域的专家，在帮助我达成目标方面也起到了决定性的作用。当然，我要感谢家人和客户，这些年他们给予我最大限度的耐心，这一点不仅体现在投资领域里，也体现在本书的写作上。

乔治·舒尔茨

2012 年 9 月

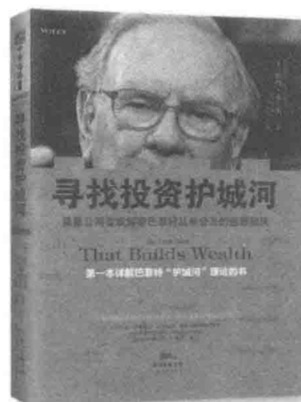
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中资海派出品

为精英阅读而努力

晨星公司首度解密巴菲特从未公开的选股秘诀

投资者只知其名却不知其庐山真面目的
巴菲特选股法则——投资护城河



〔美〕帕特·多尔西 著
刘寅龙 译

中资海派出品
定 价：48.00元

第一本详解巴菲特"护城河"理论的书

多尔西成为继巴菲特之后
寻找投资护城河的全球第二人

巴菲特说，他认定可口可乐、美国捷运、吉列拥有宽阔的"护城河"，所以他长期持有并获取超额收益。但巴菲特从未公开，到底怎样寻找投资护城河？

在本书中，你将看到：

- 好企业不一定有好股票，好股票不一定赚得久。——结合实际，分辨真假护城河。
- 高不高？买不买？——熟练掌握财务估价工具，发现绝佳投资机会。
- 会买只是徒弟，会卖才是师傅。——应用整套原则，精准定位最高价位。

唯有找到拥有宽广护城河的公司
才能获得长期超额报酬的持久优势
投资者只知其名却不知其庐山真面目的
巴菲特选股法则——投资护城河

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中资海派出品

为精英阅读而努力

投资大师 80 年投资致富的选股方法

费雪的投资智慧让巴菲特
提前至少 10 年成为世界首富

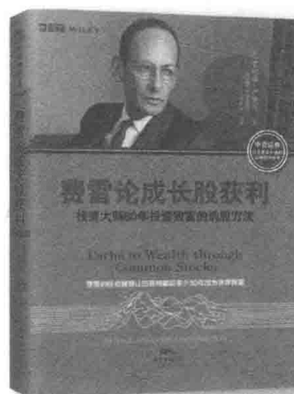
精确选择成长股　持续稳定盈大利

近百年来，《费雪论成长股获利》不仅是众多投资者的圣经，还是斯坦福这样的全球顶尖商学院的投资必修教材。

费雪第一个提出“技术创新是投资者的朋友”，并认为瞄准技术创新前沿，必将发现 IBM、惠普、德州仪器等成长股。

费雪列举了 9 条并购原则，让你彻底看透管理层的资本运作，能让你明白什么样的并购才能使公司成长，更能让投资者获利？他还为投资者提供了一套标准化的行业分析工具，至今还被众多投资者奉为铁律。

尽管有些方法颠覆传统投资思维，但它们依然能帮你更好地投资股市，也能让你找到帮你赚钱的投资顾问。即使在今天，这些方法依然充满生命力，注定会让你叹服。



〔美〕菲利普·A.费雪　著
刘寅龙　译

中资海派出品
定　价：48.00元

在市场红火高涨时，为何积极选股，却还是不赚钱？
在市场低迷时，如何准确选择成长股，并坚定持有？
费雪不仅让你彻底撇弃“人云亦云”的惯性法则，
更教会你做一位始终独立思考的投资者。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

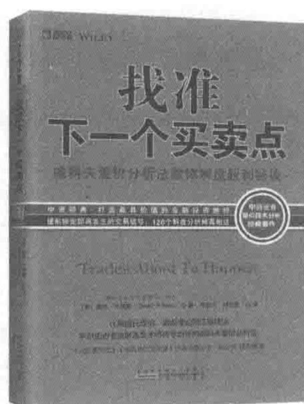
中资海派出品

为精英阅读而努力

威科夫量价分析法教你解盘获利秘诀

比肩道氏理论、波浪理论和江恩理论

华尔街古老金融炼金术师传承百年的威科夫量价分析法



〔美〕戴维·H.魏斯　著

何正云　何艺阳　译

中资海派出品

定　价：48.00元

中资证券量价技术分析经典著作

威科夫教会你捕捉价格运动轨迹

走势图赋予你定位反转点的能力

- 顶部形态中的最后一涨或底部的最后一跌，常常伴随轴心线一起出现。轴心线发出买入信号，还是卖出信号？
- 回踩让主力有机会计算支撑位周围的需求。如果破位未能产生狂风暴雨般的新卖盘，主力还会强势做多吗？

100多年来，量价分析大师威科夫在交易中“训练出来的判断”的研究影响着数代交易员；时至今日，他的方法依然被全世界主流交易员奉为圭臬。纵观3个世纪，市场风云变幻，威科夫量价分析法却凭借强大的盈利能力得以比肩道氏理论、波浪理论和江恩理论，并称交易史上的四大台柱。

《以交易为生》《走进我的交易室》作者

亚历山大·埃尔德　强烈推荐

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中资海派出品

为精英阅读而努力

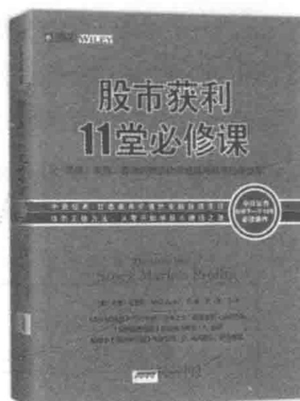
简单、实用、有效的策略让你超越市场平均收益率

新手一学就会的获利法则

高手持续使用的长盈秘诀

股市如江湖，理念与方法层出不穷。投资者在不断追逐新方法，尝试新策略的过程中，却渐欲陷入牛熊更迭怪圈，反而忘却了投资初衷——获利。

本书作者米奇·扎克斯投身股市20多年来，围绕如何让你的收益率超越市场平均收益率这一主题展开大量研究与实践。他分别从估值、季节性模式以及价格惯性等视角，详细解读了11个以赚钱为导向的投资策略，并手把手教会你运用这些策略。



〔美〕米奇·扎克斯　著

罗　伟　译

中资海派出品

定　价：42.00元

◆ 怎样有效利用卖方分析师的荐股评级？

◆ 投资组合向小盘股倾斜是否讲得通？

◆ 盈利预测如何左右股票价格？

◆ 价格惯性是否能识别战胜市场的股票？

读完这本迷人又富含信息的手册，投资者不仅能够掌握许多战胜市场的有效方法，更可以让你在巨幅波动或市场异象面前，毫无畏惧买卖，轻松锁定利润。

《驾驭股市周期》总编辑杰弗里·A. 赫希

畅销书《漫步华尔街》作者伯顿·G. 马尔基尔联合推荐

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“iHappy 书友会”会员申请表

姓　名（以身份证为准）：＿＿＿＿＿＿；性　别：＿＿＿＿＿＿；

年　龄：＿＿＿＿＿＿；职　业：＿＿＿＿＿＿；

手机号码：＿＿＿＿＿＿；E-mail：＿＿＿＿＿＿；

邮寄地址：＿＿＿＿＿＿；邮政编码：＿＿＿＿＿＿；

微信账号：＿＿＿＿＿＿（选填）

请严格按上述格式将相关信息发邮件至中资海派“iHappy 书友会”会员服务部。

邮　箱：zzhpHYFW@126.com

微信联系方式：请扫描二维码或查找 zzhpszpublishing 关注“中资海派图书”



<table>
<tr><td rowspan="8">优惠订购</td><td>订阅人</td><td></td><td>部门</td><td></td><td>单位名称</td><td></td></tr>
<tr><td>地址</td><td colspan="5"></td></tr>
<tr><td>电话</td><td colspan="3"></td><td>传真</td><td></td></tr>
<tr><td>电子邮箱</td><td></td><td>公司网址</td><td></td><td>邮编</td><td></td></tr>
<tr><td>订购书目</td><td colspan="5"></td></tr>
<tr><td rowspan="2">付款方式</td><td>邮局汇款</td><td colspan="4">中资海派商务管理（深圳）有限公司
中国深圳银湖路中国脑库 A 栋四楼　邮编：518029</td></tr>
<tr><td>银行电汇或转账</td><td colspan="4">户　名：中资海派商务管理（深圳）有限公司
开户行：招行深圳科苑支行
账　号：81 5781 4257 1000 1
交通银行卡户名：桂林　卡　号：622260 1310006 765820</td></tr>
<tr><td>附注</td><td colspan="5">1. 请将订阅单连同汇款单影印件传真或邮寄，以凭办理。
2. 订阅单请用正楷填写清楚，以便以最快方式送达。
3. 咨询热线：0755-25970306 转 158、168　传　真：0755-25970309 转 825
E-mail: szmiss@126.com</td></tr>
</table>

→利用本订购单订购一律享受九折特价优惠。

→团购 30 本以上八五折优惠。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

The Art of Vulture Investing

秃鹫投资者投入极大的耐心，
紧盯被严格监管的、陷入诉讼的、经营困难的公司。
一旦重组成功，基本面改善，
将会带给他们非同寻常的超额利润。

- 巴菲特是秃鹫吗？秃鹫投资者为何避他不及？
- 如何对过度举债、预期重组的钢铁公司进行估值？
- 迫切想要避开信贷死亡螺旋的企业才是秃鹫的肥肉？
- 如何借助法律在债转股过程中争取更多利益？
- 如何短线偷袭重组公司获利？

李大青
英大证券研究所所长

艾经纬
牛熊交易室创始人、CEO
兼首席研究员

林永青
价值中国网总裁

解鹏里
《理财》杂志社社长兼总编

郑磊博士
招银国际资产管理投资董事
中国上市公司市值管理研究中心
学术顾问

菲
哥伦比亚大学商学院客座教授

查尔斯·E. F. 米拉德
美国养老金收益保障公司前董事
花旗集团养老金关系部主任

罗恩·S. 格弗纳
萨迪斯与高尔德合伙有限公司合伙人

格兰特·斯图达特
美国卓越绩效有限公司 CEO

斯图尔特·C. 吉尔森教授
哈佛商学院教授

联合推荐

WILEY



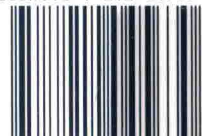


中资海派商务管理（深圳）有限公司
深圳市中资海派文化传播有限公司
投稿:szmiss@126.com销售：0755-25970306



中资海派官方微信

上架建议｜金融投资
ISBN 978-7-212-04563-0



定价：42.00 元